UNIVERSITÉ DE DIJON

Faculté de Droit

DES MARCHÉS A PRIME

DANS

LES BOURSES DE VALEURS

THÈSE POUR LE DOCTORAT
(Sciences Juridiques)

Soutenue devant la Faculté de Droit de l'Université de Dijon, le Vendredi 29 Novembre 1907 à 1 h. 1/2

PAR

Marcel DICONNE

Président : M. BAILLY, *doyen*

Suffragants { MM. HÉMARD, *agrégé*
SCHATZ, *agrégé*

PARIS
IMPRIMERIE BONVALOT-JOUVE
15, Rue Racine, 15

1907

THÈSE

POUR

LE DOCTORAT

Digitized by the Internet Archive
in 2026

https://archive.org/details/IA41542705_0040

UNIVERSITÉ DE DIJON

Faculté de Droit

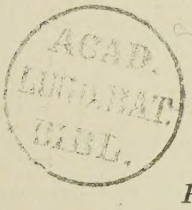
DES MARCHÉS A PRIME

DANS

LES BOURSES DE VALEURS

THÈSE POUR LE DOCTORAT
(Sciences Juridiques)

Soutenue devant la Faculté de Droit de l'Université de Dijon, le Vendredi 29 Novembre 1907 à 1 h. 1/2



PAR

Marcel DICONNE

Président : M. BAILLY, *doyen*

Suffragants { MM. HÉMARD, *agrégé*
SCHATZ, *agrégé*

PARIS
IMPRIMERIE BONVALOT-JOUVE
15, Rue Racine, 15

1907

La Faculté n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans les thèses ; ces opinions doivent être considérées comme propres à leurs auteurs.

DES MARCHÉS A PRIME

DANS

LES BOURSES DE VALEURS

INTRODUCTION

La Spéculation Financière et les Marchés de Bourse en général

« Pour rendre navigable le fleuve qui porte le crédit public ou privé, il a fallu empoisonner sa source. Mais, du moins, si l'eau qu'il roule est impure, le fleuve n'est pas à sec. Vaudrait-il mieux qu'il le fût ? Qu'on ose le dire ! » (1).

Les méfaits de la spéculation financière sont nombreux, mais ils ont un caractère essentiellement subjectif ; ils sont *humains* et contiennent la part d'imperfection que nous mettons dans toutes choses

---

1. J. Bozérian, *La Bourse*, p. 365.

et que les choses ne comportent pas nécessairement en elles.

« Il est de l'essence même de la nature humaine, écrit Mirès, dans *Le Constitutionnel* (1), que le mal soit à côté du bien, que l'usage entraîne l'abus. Mais parce qu'il y a des négociants qui font faillite, faut-il supprimer le commerce, et parce qu'on a vu des chaudières éclater, faut-il supprimer la vapeur ? » Et M. R.-G. Lévy dit, dans le même ordre d'idées (2) : « La spéculation est comme la plupart de nos actes, bonne ou mauvaise, selon l'usage qu'on en fait, selon le caractère de ceux qui s'y livrent, selon la mesure dans laquelle elle est employée. »

Tel n'est point l'avis de l'opinion publique qui, inconsciente de sa part de responsabilité, a une forte tendance, de nos jours, à décrier financiers et hommes d'argent, condamnant en gros une profession qui compte à côté d'une foule d'intermédiaires besogneux et sans scrupules, nombre d'hommes de haute valeur, de grande énergie et de parfaite loyauté.

La Bourse, il en faut bien convenir, est un lieu fort obscur et quelque peu malsain, mais c'est, au point de vue économique, une institution indispensable et la *socialdemocratie* allemande, elle-même, est obligée de reconnaître que « sans elle, la plus complète anarchie existerait dans la vie économique établie sur les bases actuelles » (3).

---

1. *Constitutionnel*, 8 nov., 1857.
2. R.-G. Lévy, *Mélanges financiers*, p. 2.
3. *Vorvaerts*, 6 janv. 1894.

Il convient donc, au lieu de se livrer à de vaines et violentes diatribes contre un mal nécessaire, inéluctable, dont les conséquences ont d'ailleurs été souvent exagérées, suivant un préjugé vulgaire, de chercher à enrayer ses progrès par des moyens efficaces et énergiques. Puisque nous ne pouvons raisonnablement songer à le faire disparaître, efforçons-nous, toutefois, d'en atténuer les effets, d'en diminuer l'extension et l'intensité. Il n'y a pas à compter ici sur un pouvoir mystérieux, il faut donc soigner et guérir à la fois.

Quel que soit le prix de la liberté, écrit quelque part Montesquieu, il faut le payer aux dieux. « Lorsqu'on ouvre une bourse, il faut se résigner à l'avance à l'idée qu'il se commettra là des actes fâcheux, répréhensibles. De même lorsqu'on ouvre une tribune libre, on peut prévoir qu'il y sera avancé des principes absurdes, ce qui n'empêche pas la liberté de la pensée de rester la source vive de toute lumière et de tout progrès. » (1).

Au reste, les abus causés par la spéculation financière ne doivent pas être envisagés isolément ; il y a là un ensemble qu'il faut considérer au point de vue synthétique. Une multitude d'actionnaires peut se laisser duper par quelques administrateurs, cela n'empêchera pas la société anonyme de l'emporter sur les petits commerçants pris individuellement. De même, quel que soit le « coulage » inhérent aux

---

1. Rapport Jamart. Chambre belge des représentants, 1865.

grands magasins, il resteront toujours supérieurs, sur le terrain économique, aux petits marchands.

La spéculation a de graves inconvénients, c'est incontestable et nous ne saurions trop le répéter ; il faut toutefois reconnaître qu'elle rend plus de services qu'elle ne cause de préjudice, qu'en définitive, elle est plutôt un bien, et que si elle enlève quelque chose à la stabilité sociale, elle ajoute beaucoup à la répartition des richesses.

Toutefois, une distinction s'impose. Il ne faut pas confondre la spéculation licite, le commerce sur les capitaux, avec l'agiotage et les jeux et paris prohibés. Les titres négociables sont susceptibles d'une incessante modification dans leur valeur relative, soit en hausse, soit en baisse, et chacun doit avoir toute facilité, toute liberté d'acheter, de vendre, d'échanger ces valeurs, de les remplacer par d'autres, soit afin d'éviter une perte possible, soit afin de réaliser un bénéfice probable ou espéré. Il faut dès lors laisser la faculté d'acheter ou de vendre non seulement au comptant, mais encore à terme, car c'est le seul moyen au milieu du mouvement oscillant du prix des capitaux, de conjurer des pertes ou de réaliser des bénéfices, conformément au droit inviolable d'appréciation que chacun de nous possède.

Au reste, la spéculation est une des conditions de l'existence et de la prospérité du crédit général, de l'activité et du mouvement des capitaux si indispensables au travail, à la production, aux intérêts les plus essentiels de la société.

Les chances de bénéfices résultant de la spéculation, les espérances qu'elles éveillent ont seules la puissance de faire sortir de leurs « trous » une somme énorme de capitaux d'épargne qui sans cela demeureraient stagnants et improductifs et qui, une fois poussés sur le marché, se répandent en foule de tous côtés et viennent féconder nombre d'entreprises utiles auxquelles le travail un peu aventureux peut seul donner la vie. C'est par là aussi, par l'habitude des placements mobiliers en valeurs négociables que le gouvernement trouve à son tour la possibilité de réaliser les grands emprunts publics qui servent à assurer la grandeur de la nation, à développer les éléments de sa richesse et de sa puissance, à commanditer la grande industrie étrangère.

La spéculation, seule, a la possibilité d'acheter en masse les titres d'emprunt, à leur émission, afin d'opérer sur les variations de leur valeur et c'est par suite de ses opérations successives qu'elle finit par classer les titres entre les mains d'acheteurs définitifs qui cherchent le placement de leurs capitaux en échange d'un revenu. Sans la spéculation, les chemins de fer auraient-ils pu exécuter leurs immenses travaux, émettre leur nombre considérable d'obligations, si merveilleusement classées aujourd'hui ? Sans son appui, aurait-on pu en 1871, emprunter cinq milliards pour libérer le territoire ?

L'émission, on se le rappelle, était de cinq milliards et demi. La somme, bien qu'exigible par fractions mensuelles, dépassait de beaucoup les épargnes

qui pouvaient répondre à une telle demande. Aussi l'emprunt ne fut-il couvert qu'avec le concours des grandes maisons de Banque qui consacrèrent à la souscription toutes leurs disponibilités. Pour rentrer dans leur argent, ces maisons durent vendre une grande partie de leurs souscriptions, et il fallut les céder à la spéculation qui seule put absorber un aussi gros chiffre de flottant ; en prenant ainsi tous les titres offerts, elle enraya une baisse imminente. A son tour, elle fit appel aux capitaux pour se faire *reporter*. Grâce au report, les spéculateurs conservèrent longtemps leurs titres de liquidation en liquidation. L'épargne absorba finalement tous les titres flottants et les mit en portefeuille. La spéculation avait avancé la libération du territoire.

Cette question si palpitante à notre époque, des inconvénients et des abus, de la nécessité et des avantages de la spéculation, a pris, par suite des proportions colossales du capital mobilier et des opérations de Bourse, une importance considérable ; elle a donné lieu à de hautes et nombreuses discussions et à des écrits d'une grande portée.

Nous ne saurions ici donner un résumé même succinct de tous les arguments qui ont été produits dans ce débat. Nous avons essayé d'indiquer ceux qui ressortent de la nature même des choses ; nous nous bornerons quant aux détails de cette passionnante question à renvoyer aux travaux des auteurs spéciaux et particulièrement à ceux de MM. Bozérian et Proudhon.

Le premier, dans son ouvrage intitulé : *La Bourse, ses opérations et ses opérateurs* (1), a donné à l'examen du débat toute l'ampleur qu'il comporte. S'appuyant sur la puissance irrésistible des faits et sur les nécessités financières, il s'est montré le défenseur de la spéculation jusqu'à l'extrême limite où elle devient de l'agiotage.

Le deuxième, dans son *Manuel du Spéculateur de la Bourse* (2), approuvant la spéculation licite, celle qui constitue un commerce sérieux sur les capitaux « celle qui invente, qui innove, qui pourvoit qui résout, qui crée de rien toutes choses », combat impitoyablement la spéculation agioteuse, celle « qui n'est rien autre chose que l'art de s'enrichir sans travail, sans capital, sans commerce et sans génie ; que le secret de s'approprier la fortune publique ou celle des particuliers sans donner aucun équivalent en échange. »

La spéculation financière sur valeurs a pour instrument actuel la valeur mobilière ; il n'en faudrait point déduire qu'elle n'est qu'un phénomène passager né de notre forme de capitalisation. On la retrouve au contraire à toutes les époques, depuis les temps les plus reculés, et cette persistante vitalité constitue la meilleure preuve de son indubitable nécessité économique (3).

1. T. II, 4e partie, nos 546 et suiv.

2. P. 4 et suiv.

3. V. à ce sujet : Guillemot, Saint-Vinebault, *La Spéculation financière, sa fonction économique*. Paris, 1906. Voir également

A Rome, dès l'origine, usuriers et manieurs d'argent abondent et les naufrages financiers ne se comptent pas. Durant l'époque troublée des croisades, les cours de l'or et de l'argent subirent d'une place à l'autre des fluctuations considérables.

On ne spécule alors que sur le numéraire ; ce n'est que bien plus tard que la spéculation financière commence à porter sur les valeurs mobilières, sur lesquelles elle semble s'être presque exclusivement concentrée de nos jours.

L'obligation, dans son acception moderne, remonte à 1602, avec la Compagnie des Indes Orientales d'Amsterdam. Quant à *l'action*, on cite dès le XII^e^ siècle, un moulin divisé en *partes* aux environs de Toulouse.

Avec les grandes Compagnies Coloniales, l'essor financier provoqué par Law, nous arrivons à l'extension du capital mobilier.

Au moment de la Révolution de 1789 on cotait les actions de la Compagnie des Indes de la Caisse d'Escompte, des eaux de l'Yvette et des assurances générales.

Sous l'Empire apparurent les actions de la Banque de France, les obligations du Trésor, les actions des Ponts.

Avec la Restauration et la Monarchie de Juillet,

Boudry : *La loi du 28 mars 1885 et les jeux de Bourse*. Thèse pour le doctorat. Lille, 1899 (Introduction).

c'est une floraison de sociétés aux buts les plus divers (1).

La Révolution de février amena une débâcle, mais avec les chemins de fer le mouvement financier reprit sa marche en avant.

Aujourd'hui les valeurs mobilières cotées en France dépassent le chiffre de 1.000 et sont estimées à plus de 100 milliards, ce qui a pu faire dire que « le XIX^e^ siècle était le siècle des valeurs mobilières ».

En Europe, la spéculation étend son domaine sur une fortune mobilière de près de 450 milliards. Dans cette masse, il faut distinguer deux groupes : les emprunts d'Etats, les actions et obligations industrielles.

A. — *Emprunts d'Etat.* — Les Etats modernes voient leur dette publique s'accroître d'effrayante façon. La plupart des budgets, se soldant par des déficits plus ou moins apparents, la dette augmente d'autant.

Les emprunts d'Etat sont représentés en Bourse par des titres de rente productifs d'arrérages, les uns dits *au porteur*, transmissibles de la main à la main, les autres dits *nominatifs*, inscrits au nom de leur propriétaire et ne pouvant être cédés que moyennant la formalité du transfert.

L'Etat Français en dehors des bons et obligations du Trésor cotés en Bourse, mais rarement négociés, n'a plus que deux types de rente : le 3 o/o perpétuel avec des coupures de 3 francs à 3.000 francs de

---

1. Cf. *Jérôme Paturot et les financiers de Balzac*.

rente, et le 3 o/o amortissable dont la plus petite coupure est de 15 francs de rente et qui est divisé en 175 séries remboursables de 1879 à 1953.

Certains Etats étrangers ont, au contraire, plusieurs types de rente différents : c'est ainsi qu'il y a 26 fonds russes cotés, 11 fonds brésiliens, 10 fonds turcs, etc.

Enfin, en France, nombre de villes et de départements ont émis des obligations remboursables suivant un tableau d'amortissement.

B. — *Actions et Obligations industrielles.* — Le deuxième élément de la spéculation, les valeurs industrielles, présente un développement analogue à celui des fonds d'Etat.

L'extension des marchés et la tendance générale à adopter une forme de propriété impersonnelle rendent la forme de la société anonyme seule possible dans nombre d'industries.

Les Sociétés anonymes se multiplient partout et au développement du capital industriel correspond un développement plus grand encore du chiffre des actionnaires.

Dans les puissants organismes l'action d'une minorité devient prépondérante et ce sont moins des industriels que des financiers que l'on trouve parmi *les trustees* et dans de multiples Conseils d'Administration, et qui constituent cette *féodalité financière* dont on a par trop critiqué les abus possibles sans toujours en apercevoir les avantages sérieux et indiscutables.

Pour les valeurs industrielles, nous trouvons en Bourse divers types négociables.

Ce sont d'abord les *actions* au porteur ou nominatives (Banque de France, Crédit Foncier, Assurances) qui sont juridiquement des parts de propriété, limitées à leur valeur quant aux pertes, illimitées quant aux chances de gain.

Certaines actions dites privilégiées, de priorité ou de préférence (lois du 9 juillet 1902 et 16 novembre 1903) jouissent de privilèges sur les bénéfices ou l'actif social.

Si le capitaliste n'est qu'un créancier de l'entreprise, un titre appelé *obligation* lui donne droit à un intérêt fixe sans aucune part de bénéfice.

Enfin on négocie en Bourse les *parts de fondateurs*, titres à revenu variable, ne venant à la répartition qu'après les actions, des *bons* émis soit par le Trésor, soit par les Sociétés de crédit, et surtout des *bons à lots* non productifs d'intérêts.

Tel est actuellement le domaine de la spéculation financière, voyons brièvement quel est sa fonction au point de vue économique.

Rouage intermédiaire entre producteurs et consommateurs, tournée tantôt vers les uns, tantôt vers les autres, la spéculation repose nécessairement, d'une façon générale, sur des éventualités.

Basée autrefois sur la distance par suite de la lenteur et de l'incertitude des transports, c'est dans le temps qu'elle doit rechercher aujourd'hui l'aléa.

Elle consiste, dit Samuel Bernard, « à acheter et à

vendre à propos, en prévision d'une hausse ou d'une baisse, et le talent est non seulement de saisir le moment où le cours des événements entraîne des variations, mais même de le prévoir » (1).

Elle s'inspire donc de l'imprévu et non point du hasard comme l'opinion et le législateur l'ont trop longtemps voulu croire.

Au point de vue économique, la spéculation financière a une double fonction ; elle est tout à la fois créatrice et régulatrice.

Créatrice, elle ouvre de nouveaux débouchés, facilite l'éclosion de nouvelles entreprises et tend à accroître la production en même temps qu'elle diminue les prix de revient. Par les chances de gains offertes, elle suscite capitaux et entreprises, les aide, les oblige même à se rencontrer et les adapte les uns aux autres.

Dès que des capitaux, provenant de l'épargne, font leur apparition sur le marché, elle les centralise et leur découvre des placements qu'une simple association de personnes serait incapable de faire naître.

Le rôle de la spéculation n'est pas moins important en ce qui touche les fonds d'Etat. Que leur émission ait lieu par adjudication ou par souscription publique, dans les deux cas, c'est elle qui souscrit la presque totalité de l'emprunt, dans le but de réaliser une différence, avant de le classer.

---

1. *Traité général de commerce.* Amsterdam, 1798.

Régulatrice, la spéculation fixe le prix de la valeur et tend à niveler les conditions de rémunération des capitaux, tant à l'intérieur d'un pays qu'au delà de ses frontières.

Le *prix* d'une valeur mobilière, comme le prix de tout objet d'ailleurs, doit être exact, sincère et relativement fixe. Sans doute, ce prix est en fonction de la loi de l'offre et de la demande, il agit sur elle tout comme elle agit sur lui, mais on ne saurait trouver une formule mathématique qui les relie. L'offre et la demande ne sont pas des quantités déterminées; on ne sait ni quels seront les futurs contractants du marché, ni quelles quantités de valeurs ils désireront vendre ou acheter. Or, ce sont ces inconnues qui fixeront les prix et il importe, nous venons de le voir, que ces prix soient préalablement connus et d'une stabilité relative. La spéculation intervient alors, pour fixer, par avance, le prix de la valeur ; elle s'en porte garante, sauf à subir une perte, si elle s'est trompée, et tous ses efforts vont tendre à manœuvrer de façon que le prix qu'elle a primitivement fixé soit celui qui sera atteint à la liquidation.

Or, c'est l'opinion qui agit sur le cours des valeurs ; c'est donc l'opinion que la spéculation doit tout d'abord chercher à conquérir et pour cela, les moyens mis à sa disposition sont des plus nombreux et des plus variés, depuis la publicité jusqu'à l'intervention de la haute Banque.

On conçoit dès lors qu'il suffise d'un nom pour entraîner les indécis et parfois les plus fermes et l'on

peut juger la part que la spéculation peut avoir sur la formation des cours et combien ceux-ci sont loin de la fixation rigoureuse qui résulterait de la loi de l'offre et de la demande.

En provoquant certains cours, le spéculateur élargit le marché, et, inconsciemment, il modère et amortit les fluctuations de ce marché.

En face du spéculateur se dresse toujours la contre-partie et le baissier trouve toujours des haussiers à un certain prix et réciproquement. Ce perpétuel antagonisme aboutit à la fixation harmonique du prix. Toute opération faite en Bourse tend, en principe tout au moins, à détruire la différence de cours dont elle tire son bénéfice et l'on comprend que l'intérêt personnel de chaque spéculateur le pousse indirectement à amener les cours vers leur niveau d'équilibre.

C'est ainsi que s'établit l'harmonie au-dessus des luttes personnelles et contradictoires ; ainsi l'action de la spéculation est fécondante. Le nivellement des cours, qui s'est d'abord fait à l'intérieur d'une même nation, dépasse rapidement les frontières grâce à la spéculation des banquiers arbitragistes ; tous les marchés deviennent solidaires, et la crise qui frappe l'un d'eux est singulièrement atténuée par suite de son immédiate répercussion sur les autres.

Après avoir esquissé le domaine de la spéculation financière et sa fonction économique, il convient, pour la clarté des explications qui vont suivre, d'exa-

miner d'une façon succincte les instruments dont se servent les spéculateurs et leur mise en œuvre.

La Bourse répond au besoin croissant de concentration ; elle a pour but de rapprocher plus intimement l'offre et la demande, de faciliter les transactions, d'assurer la fixation des prix en écartant l'incertitude qui pèse sur eux dans le cas d'achats ou de ventes individuels éparpillés.

A mesure que le marché s'agrandit, la Bourse devient à ces divers points de vue plus nécessaire ; à mesure que les produits et les capitaux viennent, grâce au progrès des transports, se concurrencer, la régularisation des prix devient plus complexe et plus ardue, trouvant heureusement des facilités de plus en plus grandes d'information et d'exécution.

La Bourse des valeurs est ainsi devenue l'organisme central du crédit mobilier ; c'est vers elle que convergent offres et demandes, c'est elle qui apprécie les valeurs, en fixe le *prix*.

C'est Philippe le Bel qui a déterminé le premier emplacement de la Bourse par une ordonnance de février 1304 qui édicte que « ceux du change se réuniront sur le grand Pont, du côté de la Grève, entre la grande arche et l'église de Saint-Leufroy ». C'est le Pont au-Change actuel.

De nos jours, la Bourse, à Paris, est placée sous la surveillance du ministre des Finances et du préfet de police ; le local a été pris à bail à la ville de Paris en 1901 par la Compagnie des Agents de change. Londres nous donne au contraire un exemple

d'établissement complètement autonome ; le *Stock Exchange* n'est qu'une simple société privée qui n'a aucun lien avec le gouvernement.

Les opérations de Bourse sont les transactions conclues dans le local public de la Bourse à des heures administrativement fixées sur des valeurs admises à *la cote*.

Ces opérations ont deux objets : *les placements de fonds*, *la spéculation*.

Les placements de fonds aboutissent le plus souvent à des opérations *au comptant* sur les marchés au comptant, tandis que les affaires de spéculation qui sont bien plus considérables, se traitent surtout sur les marchés *à terme*.

Théoriquement le marché au comptant est un engagement en vertu duquel le vendeur livre immédiatement ses titres et l'acheteur son argent, en sorte que le marché est conclu et consommé de suite.

En pratique, le marché au comptant ne comporte livraison des titres que dans un délai de dix bourses,

Dans le marché au comptant sans livraison immédiate il y a déjà une possibilité de marché à terme et l'on voit par là combien la démarcation entre ces deux opérations, qui, dans l'opinion, est capitale, est, en fait, peu franche. Cela est si vrai que, sur le marché anglais, on ne cote pas le *comptant* (cash), mais seulement les opérations à date de paiement et livraison formelle comparables à notre *terme*.

De même le marché au comptant n'est pas de son essence une pure opération de placement ; profiter

la baisse actuelle d'une valeur pour la revendre en hausse, c'est spéculer ; or nombre de petits capitalistes font ainsi des *arbitrages de portefeuille*. Mais la spéculation est ici modeste et craintive ; il appartient au crédit de lui donner de l'extension, c'est le marché à terme.

Le marché à terme est un engagement qui se conclut immédiatement, mais dans lequel la livraison est différée jusqu'à une date fixe appelée *liquidation*.

Cette liquidation a lieu, chez nous, le 15 ou le 30 du mois. Toutes les situations se liquidant à une même époque, il se produit alors une sorte d'inventaire des *positions* qui permet de dégager des indications, de préciser les prix, d'avoir une base solide sur laquelle on pourra tabler pour les opérations futures.

Entre le jour du marché et la liquidation, s'écoule un temps que le spéculateur met à profit.

Jusqu'ici si le marché peut être différé il n'en est pas moins *ferme* et les cours sont ainsi cotés : *ferme*.

Les contractants sont engagés l'un envers l'autre ; une modalité peut alors intervenir. Moyennant une *prime* de dédit, l'acheteur se réserve le droit de résilier le marché. Le jour de la *réponse des primes*, la veille de la liquidation à 1 heure 30, l'acheteur, au lieu de *lever la prime*, c'est-à-dire d'exécuter le marché, l'abandonne s'il ne lui est pas favorable, si le cours est descendu au-dessous du cours

d'achat diminué de la prime (c'est ce qu'on appelle le *pied de la prime*).

D'autres engagements appelés *options* peuvent être contractés en Bourse. Le bénéficiaire d'option peut à la livraison lever au prix convenu un certain nombre de titres ou abandonner.

Enfin dans le *stellage*, combinaison d'importation allemande, le bénéficiaire a le droit d'opter pour des prix convenus d'avance entre la position d'acheteur ou celle de vendeur d'une même quantité de titres en liquidation.

Dans ces deux derniers cas, il y a ceci de particulier qu'il n'est stipulé aucun dédit.

Les liquidations étant fréquentes et obligatoires donnent aux opérations une base commune. Cependant, on ne saurait limiter à une période bi-hebdomadaire ou mensuelle l'amplitude d'un mouvement économique. Le spéculateur, qui opère en vue d'une éventualité presque toujours lointaine, ne doit pas être obligé d'exécuter son marché en liquidation, alors que le mouvement qu'il avait prévu n'a peut-être point encore commencé. En liquidation, et dans un but d'utilité générale, son marché sera en apparence résolu, mais il doit pouvoir le poursuivre : c'est ce que lui permet le *report*.

Le report (1) est un prêt à intérêt par lequel un capitaliste règle le marché pour le compte du spécu-

---

1. Cf. Allix. *Les reports dans les Bourses de valeurs*.

lateur à un cours dit de *compensation* (1). Ce prêt est gagé par les titres et a d'autre part la caution de l'intermédiaire.

Cette opération n'est donc qu'un prêt sur titres ; celui qui prête est le *reporteur*, celui qui emprunte le *reporté*.

Il résulte de ce qui précède que le spéculateur a à sa disposition, en matière de Bourse, six opérations simples : achat et vente au comptant, achat et vente ferme, achat et vente à prime. La prime est le rempart derrière lequel il dirige ses opérations pendant le mois ou la quinzaine : s'orienter suivant les événements, c'est tout l'art de *l'échellier*.

A mesure qu'approche la liquidation, la situation se modifie, les probabilités se précisent, l'échellier combine toutes sortes d'opérations neutralisant celles précédemment faites qui le mettraient en perte, « tournant et retournant son *échelle* comme le meunier son moulin suivant que le vent est en hausse ou en baisse » (2).

Il y a ainsi une véritable stratégie avec des plans à longue portée, des positions d'attente, des points d'exploration, puis de subits changements de front.

Le compte de liquidation, balançant les opérations, indique finalement au spéculateur sa situation

---

1. Ce cours conventionnel est fixé le jour de la liquidation vers 2 heures par la Chambre syndicale des Agents de change, aux environs du *cours moyen* du jour de midi à 2 heures.

2. R. Milles. *Grammaire de la Bourse*, p. 331.

diminuée des courtages et impôts. Ces comptes présentant une très grande complexité, on a songé pour dégager facilement la ligne générale des opérations à employer la méthode graphique.

On porte sur les abcisses et les ordonnées d'une courbe les cours possibles, et des lignes géométriques représentant les marchés effectués donnent une figure matérialisant l'ensemble des opérations. Ce graphique ne peut représenter au spéculateur que sa position, sans déterminer par avance sa perte ou son gain ; en tous cas, cette image est autrement explicite que l'échelle ordinaire relatant chronologiquement les chiffres des diverses opérations effectuées.

Nous avons ainsi superficiellement parcouru les procédés de la spéculation financière. Aucun ne peut nous donner par lui-même et *a priori* une présomption de jeu ; tous ont à leur base une prévision, juste ou erronée, suivant les cas.

Cette remarque est essentielle et nous prouve que s'il y a jeu cela tient à l'opérateur et non à l'opération effectuée. Nous reviendrons d'ailleurs sur ce point, lorsque nous nous occuperons de la légalité du marché à prime.

Les opérations de Bourse ont, nous l'avons dit, deux objets :

1° *Les placements de fonds* qui aboutissent d'ordinaire à des opérations au comptant sur des *marchés au comptant*, marchés dans lesquels le vendeur livre immédiatement ses titres et l'acheteur son argent ;

2° *La spéculation* dont le principal instrument est

le marché à terme, marché dont la conclusion est immédiate, mais qui ne doit se consommer qu'à un terme préalablement fixé.

Les marchés à terme se divisent en deux catégories : les marchés ferme et les marchés à prime.

Les marchés *ferme* engagent à la fois vendeur et acheteur pour une échéance déterminée, à laquelle le premier doit livrer ses titres, le second son argent, au prix convenu. Ces marchés exigent de fortes provisions, le risque de l'opérateur étant inconnu et par suite illimité. Or ce risque éloigne des affaires nombre de personnes qui ne veulent pas se mettre dans le cas de subir des pertes trop élevées. Pour obvier à cet inconvénient on a imaginé les affaires à prime dont le but est de limiter par avance la perte possible de l'un des contractants en lui permettant de résilier son marché moyennant le paiement d'une indemnité déterminée qu'on appelle *prime*.

Les marchés *à prime* engagent le vendeur sans engager l'acheteur, en sorte que celui-ci peut, à son choix, le consommer ou le rompre ; en cas de rupture, le vendeur se trouve indemnisé par le paiement de la *prime*, somme qui lui a été payée par l'acheteur lors de la formation du contrat.

C'est seulement de cette seconde catégorie de marchés à terme que nous nous occuperons au cours de cette étude, où, après les avoir successivement envisagés au triple point de vue théorique, pratique et juridique, nous essaierons de les comparer à ceux en usage dans les principaux Etats de l'Europe.

CHAPITRE PREMIER

Les Marchés à prime au point de vue théorique

De la prime en terme de Bourse. — Le mot prime a, dans le langage financier, diverses significations sur lesquelles il est nécessaire de s'arrêter un instant (1).

A. — On donne d'abord le nom de prime à la différence en plus qui existe entre le prix d'un titre et son cours.

Ainsi l'on dit que des actions de 500 francs, qui se vendent 800 francs, jouissent d'une prime de 300 francs.

B. — On appelle aussi prime l'agio ou différence qui existe entre la valeur nominale et la valeur réelle des monnaies de divers métaux.

---

1. Cf. *Dictionnaire du Commerce et de l'industrie* d'Yves Guyot et Raffalovich.. V° prime.

J. G. Courcelle- Seneuil. *Les opérations de Banque,* p. 655. V° prime.

C. — Le mot prime désigne également la somme en plus du capital et des intérêts qui échoit, par voie de tirage au sort, à telle obligation venant à remboursement. Les obligations de la Ville de Paris et certaines obligations du Crédit Foncier fournissent l'exemple de ces obligations auxquelles sont attachés des *lots* ou *primes* distribués par le sort.

D. — On désigne sous le nom de *prime d'amortissement* la différence de cours entre le prix auquel on achète une obligation et le prix auquel l'Etat ou la Société qui a émis ce titre doit le racheter.

Pour calculer la valeur de cette prime, il faut tenir compte non seulement de l'écart qui existe entre lesdits cours, mais encore du temps qui reste à courir jusqu'au remboursement.

E. — Enfin la prime est, dans le marché à terme, une somme fixée d'avance que l'acheteur est tenu de payer au vendeur, s'il veut résilier son marché à l'échéance convenue.

C'est de la prime prise dans ce dernier sens que nous nous occuperons exclusivement dans le courant de cette étude.

De l'avantage que procure le marché à prime à l'acheteur. — Dans l'opération *ferme,* les risques de l'acheteur sont illimités, ils peuvent devenir très considérables suivant les circonstances et selon les valeurs, tandis que la combinaison des primes lui offre le précieux avantage de connaître par avance le maximum de ce qu'il expose, tout en n'apportant pas de limite à son bénéfice. L'acheteur ne peut

perdre ici, au maximum, que le montant de la prime achetée plus les frais de courtages et de timbres, car si l'opération ne lui convient plus à l'échéance, il paiera son dédit et son marché sera résilié.

Il est donc engagé *conditionnellement*. Le vendeur, lui, est lié pour toute la valeur et la durée de l'engagement ; son bénéfice maximum ne peut dépasser le montant de la prime en cas d'abandon, sa perte éventuelle est inconnue.

La prime est un des éléments de spéculation les plus importants en matière de Bourse. Elle donne lieu à une foule de combinaisons qui permettent à chacun d'entreprendre, selon ses forces, des opérations souvent colossales, tout en limitant la perte à une mise de fonds connue par avance et relativement minime eu égard aux résultats qui peuvent être obtenus.

I. — *De la nature juridique de la prime*

En matière de Bourse, la prime joue le rôle d'une prime d'assurance ; elle permet de s'assurer contre les conjonctures défavorables par la limitation précise des risques.

On n'est pas d'accord sur la nature juridique de la prime. MM. Yves Guyot et Raffalovitch (1) la

---

1. Yves Guyot et Raffalovitch. *Dictionnaire du Commerce, de l'Industrie et de la Banque*. V. au mot Prime.

considèrent comme un marché sous condition résolutoire et établissent une distinction suivant que le donneur de prime déclare lever ou abandonner la prime. Dans le premier cas, la prime est un acompte, elle rentre dans la liquidation des sommes à débourser et le marché rétroagit quant à ses effets, au jour primitif du contrat ; dans le deuxième, elle est comme le montant du dédit stipulé par avance et reste acquise au vendeur de prime.

Dans cette première opinion, l'acheteur de la prime devient propriétaire dès que l'affaire est conclue ; alors les risques sont pour lui *res perit domino*.

L'Enregistrement estime que la prime est un marché sous condition suspensive, puisqu'il ne perçoit l'impôt sur l'opération que si la prime a été levée ; si elle est abandonnée, il n'impose que le montant de la prime.

Gareis y voit un équivalent complet en argent donné pour exercer le droit de se dégager des liens du contrat ou de pouvoir en changer le contenu (1).

Pour Goldschmidt, elle est simplement le prix du dédit ; Thoel la compare à l'*emptio spei* ; d'autres enfin s'appuyant sur la publication récente de documents découverts par deux auteurs allemands, MM. Von Halle et R. Ehrenberg (2) qui établissent que les marchés à prime sont issus du pari, esti-

---

1. Gareis. *Handeltrech*, p. 501.
2. Ehrenberg. *Zeitalter der Fuggen*, t. II, p. 19 et 339.

ment que la prime n'est rien d'autre qu'un jeu ou pari.

Pour nous, nous ne verrons dans la prime avec M. Thaller qu'une clause pénale convenue (1) ; ou plutôt l'application de l'article 1590 du Code civil : Si la promesse de vente a été faite *avec des arrhes*, chacun des contractants est maître de s'en départir en perdant les arrhes. Toutefois, dans les arrhes ordinaires, la faculté de résiliation est réciproque, puisque celui qui a reçu les arrhes peut résilier le marché en restituant le double de ce qu'il a touché, tandis que dans la matière qui nous occupe cette faculté n'existe qu'au profit de l'acheteur. D'après les règlements de la Chambre syndicale des agents de change, le contrat est nécessairement ferme pour le vendeur. Il y a là une différence de régime toute de partialité en faveur de la hausse.

Sous prétexte que le droit de résiliation n'appartient pas au vendeur, M. Bozérian déclare que la prime ne saurait être assimilée aux arrhes de l'article 1590 du Code civil. Selon lui, la faculté qui appartient à l'acheteur seul de donner suite au marché ou d'y renoncer moyennant l'abandon d'une prime, constitue une condition potestative dans le sens de l'article 1170 du Code civil, laquelle aux termes de l'article 1174 entraînerait la nullité de la convention.

En nous occupant par la suite, de la légalité des

---

1. Thaller. *Traité de Droit Commercial*, 1904, § 934.

marchés à prime, nous serons amené à montrer combien cette opinion est insoutenable en fait et en droit.

II. — *Mécanisme du Marché à prime*

Au jour de l'échéance du marché à prime, que l'on nomme *jour de la réponse des primes*, la prime est levée ou abandonnée.

Lever la prime, c'est se livrer des titres achetés conditionnellement. Dans ce cas, le montant de la prime payée est imputé sur le montant du marché et profite à l'acheteur. *Abandonner sa prime*, c'est renoncer à se livrer des titres achetés conditionnellement. Dans ce cas, cette prime appartient au vendeur à titre de dédommagement et le marché se trouve annulé.

La réponse des primes a toujours lieu la veille d'une liquidation ou l'avant-veille, si la veille est un jour férié. Ce jour-là, *à une heure et demie*, le vendeur met son acheteur en demeure de lui faire savoir s'il entend *lever ou abandonner sa prime*.

Si à ce moment l'acheteur est en bénéfice, c'est-à-dire si le cours actuel est supérieur à son prix d'achat, il aura intérêt à conserver sa position pour encaisser ce bénéfice en revendant. Il déclarera alors au vendeur qu'il *lève*, c'est-à-dire qu'il maintient le contrat, transformant ainsi son opération à prime en un achat ferme de la même quantité, au même cours, à la même échéance.

Il y aura intérêt à agir de même, si la réponse se

fait un peu au-dessous sans compromettre la totalité de la prime.

De son côté, le vendeur auquel l'acheteur aura déclaré qu'il lève, deviendra *vendeur ferme* au même prix auquel il avait vendu à prime et pour la même échéance ; les opérations des deux parties se liquideront alors comme les marchés ferme, leur caractère conditionnel ayant disparu du fait de la réponse donnée.

Si, au moment de la réponse des primes, l'acheteur est en perte, c'est-à-dire si le cours actuel est inférieur à son prix d'achat, il aura intérêt à ne pas perdre au delà de la prime convenue, ce qui se produirait s'il devenait acheteur ferme ; il abandonnera la prime au vendeur et se trouvera complètement dégagé vis-à-vis de lui. Le vendeur encaissera la prime et le marché sera résilié.

Désignation en Bourse du marché à prime. — Dans le langage de la Bourse, la nature des marchés à prime est indiquée au moyen d'une formule, dont la singularité, plus apparente que réelle, ne peut être comprise qu'en se rendant pratiquement compte du mécanisme du contrat qui intervient entre les parties.

Pour désigner un marché à prime sur des rentes ou des valeurs quelconques, les boursiers s'expriment dans les termes suivants :

Acheté 1.500 francs de rente 3 o/o à 95.40 *dont* (1)

1. Ce qui s'écrit en Bourse: Acheté 50 Rio 2375 dont 20 ou Acheté 50 Rio 2375/20, pour dire dont 20 francs.

50 centimes. Acheté 50 Rio à 2.375 *dont* 20 francs.

Cette formule, très compréhensible pour celui qui connaît la nature de l'opération est indéchiffrable pour les non initiés; il est donc nécessaire de l'expliquer par un exemple.

J'achète, fin courant, à prime, 50 Rio-Tinto au cours de 2.375 francs. La prime ou l'indemnité que j'ai à verser au vendeur, en cas de dédit ou d'abandon volontaire du marché, est fixée à 20 francs par action. Le jour même du marché, je verse à l'agent de change le montant de cette prime, c'est-à-dire 20 francs par action, soit dans l'hypothèse précédente, une somme de 1.000 francs. Au jour de la liquidation, si le marché est exécuté, je devrai verser 2.375 francs par action, dont 20 francs ont été payés par avance pour garantie de la prime, c'est-à-dire 2.375 — 20 = 2.355 francs par action.

Du taux des primes. — Le taux des primes est variable ; il est toujours fixé par titre.

Sur les rentes françaises, on fait, à certaines époques du mois, des primes :

dont un franc ;

D° cinquante centimes ;
D° vingt-cinq D°
D° dix D°
D° cinq D°
D° deux et demi D°

Sur les fonds d'Etat étrangers, tels que l'Italien, le Turc, l'Extérieure, etc., des primes dont 50, dont

25 se pratiquent couramment. Les échanges en prime dont 1 franc ne sont guère usités.

Pour les grosses valeurs, comme Banque de France, Suez, Rio-Tinto, etc., les primes sont dont 100 francs, dont 40, dont 20, dont 10 et dont 5 francs.

Quant aux autres, d'un montant moins élevé, les primes courantes sont dont 5 francs, dont 10 francs et plus rarement dont 20 francs. On en fait quelquefois sur le marché de la Coulisse dont 2 fr. 50 et même dont 1 fr. 25.

Ainsi j'achète 3.000 francs de rente 3 o/o dont 50 fin courant ; c'est-à-dire, en cas d'abandon, j'aurai à payer 50 centimes par chaque 3 francs de rente, soit 500 francs pour 3.000 francs de rente. De même, j'achèterai 50 Rio à 1.200 francs dont 20 fin courant ; c'est-à-dire que je suis acheteur d'une prime de 20 francs par titre dont l'importance pour 50 actions est de 1.000 francs.

III. — *Lois économiques qui règlent le marché à prime*

Il y a deux lois économiques qui règlent nécessairement le cours du marché à prime.

1° *Le cours à prime est toujours plus élevé que le cours ferme.*

Quand la rente se vendra à terme 102 fr. 80, elle se traitera à prime 103 fr. 05. C'est que le vendeur dont le bénéfice est limité à 0 fr. 25 est complète-

ment ici à la merci de l'acheteur ; il est exposé comme dans tout marché à terme à être escompté, c'est-à-dire obligé de livrer les titres avant le terme de liquidation, et de plus, il peut être *enlevé* (c'est le mot en usage) pour des sommes considérables, s'il est contraint, en cas de hausse, d'acheter au cours du jour de la liquidation, les valeurs qu'il s'est engagé à livrer. Il est juste qu'il trouve un dédommagement à ce désavantage dans une élévation de prix de la vente, car la seule chance de faire un bénéfice net, au moyen de l'abandon des primes que peut lui faire l'acheteur en cas de baisse, est une compensation par trop aléatoire, par trop insuffisante.

Cette élévation du prix de la vente constitue *l'écart* de la prime que nous définirons : la différence de cours entre le prix du ferme au moment de l'opération et le cours auquel se négocie la prime.

Cet écart est essentiellement variable, suivant les valeurs, les circonstances du moment, l'importance de la prime et surtout le jeu de la loi de l'offre et de la demande. Il *se tend* ou *se détend* suivant qu'il a une tendance à augmenter ou à diminuer, et est d'autant plus grand que le délai d'option est plus considérable : un marché à prime pour fin prochain est nécessairement plus cher qu'un marché à prime pour fin courant.

2° *Le cours des valeurs augmente à mesure que le montant de la prime diminue, et réciproquement.*

Moins le receveur de prime reçoit de dédommagement, au cas où le donneur ne se déclare pas con-

tractant ferme, plus il s'assure d'un bon prix en compensation du risque qu'il court en se mettant à la disposition d'autrui. En conséquence la rente doit être plus chère et est plus chère en effet, dont 50, que dont 1 franc ; les actions de chemins de fer et autres plus chères dont 10 francs que dont 20 francs.

Ainsi, si le cours de la rente 3 o/o ferme est de 95 fr. 30 et que l'on vende à prime 95 fr. 45, le titre sera plus probablement levé que si l'on vendait à 95 fr. 80, puisque la hausse atteindra plus facilement le premier cours que le second. Dans le premier cas, comme il y a moins de chance de gain pour le vendeur, la prime sera plus élevée ; il vendra dont 1 franc, tandis qu'à 95 fr. 80, il aurait pu conclure le marché dont 50 centimes.

Le pied d'une prime. — On appelle *limite* ou *pied d'une prime*, le cours auquel il y a intérêt de l'abandonner. Ce n'est donc pas autre chose que le prix d'achat, déduction faite du montant de la prime. La limite d'une prime dont 50 centimes achetée à 98 sera donc 97 fr. 50 ; pour une prime de Rio-Tinto à 1.850 dont 20 francs, la limite sera de 1.830. En effet, j'abandonnerai à 97 fr. 50 ou à 1.830 et au-dessous, tandis qu'au-dessus de ces chiffres, je lèverai.

Le terme des négociations à prime. — D'après l'article 51 du règlement de la Chambre syndicale des agents de change du 3 décembre 1891, les négociations à prime peuvent se traiter pour la quinzaine ou à la fin de chaque mois, sans pouvoir dépasser le terme de la troisième liquidation, à partir du jour

où le marché est conclu, en ce qui concerne les valeurs soumises à la liquidation de quinzaine (1), et de la deuxième liquidation à partir du jour où le marché est conclu, en ce qui concerne les valeurs soumises à la liquidation mensuelle. En coulisse, il n'y a pas de terme pour les marchés à prime ; je puis acheter et vendre à prime, pour le 10 janvier, le 31 décembre (2).

IV. — *Courtages et impôts*

Les opérations à prime sont soumises au courtage ordinaire, tel qu'il a été réorganisé par le règlement de la Chambre syndicale des agents de change du 1er juillet 1898. Toutefois, au moment où l'optant se déclare acheteur ou vendeur ferme, bien qu'un nouveau contrat prenne naissance, c'est le premier courtage fixé au moment où il stipulait la prime qui reste dû. Il n'est donc pris qu'un courtage.

Dans l'usage, au marché en coulisse, les opérations à prime sur rente française dont 0 fr. 10 et dont 0 fr. 05, quand elles ne deviennent pas marché ferme, c'est-à-dire quand la prime est abandonnée, ne sont

---

1. Au Parquet, toutes les valeurs sont soumises à la liquidation de quinzaine, sauf les fonds d'Etat français et les chemins de fer français.

2. En coulisse, bien qu'il n'y ait pas de liquidation de quinzaine, la Chambre syndicale des Banquiers en valeurs à terme a décidé qu'il se ferait des primes de quinzaine, donnant lieu à une réponse de primes spéciale.

pas soumises au courtage. Il en est de même, en coulisse, des primes dont 2 fr. 50 pour le lendemain et au Parquet des primes dont 5 et dont 2 fr. 50 pour le lendemain.

Les opérations à prime sont soumises à l'impôt sur les opérations de bourse ; mais lorsque la prime a été abandonnée, cet impôt de 0 fr. 05 pour 1000 — réduit des trois quarts pour les rentes françaises, — ne s'exerce que sur le montant de la prime.

V. — *Forme suivant laquelle se concluent les marchés à prime*

Au moment où ils se concluent, les marchés à prime ne sont sujets à aucune forme spéciale ; il suffit d'un acte ordinaire qui en constate l'existence, c'est-à-dire d'un acte signé et fait double entre les deux agents de change. Il suffit aussi d'un pareil acte entre l'agent de change et son client. Ces marchés sont ainsi conclus tout comme les marchés au comptant et les autres marchés à terme par l'intermédiaire de deux agents de change qui, le lendemain du jour de la conclusion, font un échange d'engagement. Lorsque cet échange a eu lieu, un échange analogue se produit entre l'agent de change et son client. Ces échanges sont pour eux et contre eux une preuve formelle de l'opération (1).

---

1. Voir Bozérian, nos 68 et 69.

VI. — *De la liquidation du marché à prime*

Le jour auquel échoit un engagement à prime s'appelle *jour de la réponse des primes*. Ce jour-là qui est, au plus tard, la veille d'une liquidation ou l'avant-veille, si la veille est un jour férié, le vendeur, à *1 heure 30* met son acheteur en demeure de lui faire savoir s'il lève ou s'il abandonne sa prime.
Chacun liquide sa position particulière avant de s'engager dans de nouvelles opérations (1).

Le *jour de la réponse*, chaque spéculateur voit donc, dès le début de la séance, si ses primes seront levées ou abandonnées.

Eu égard aux nombreuses et importantes opérations qui se défont ou se convertissent en ferme, à l'instant précis de la réponse, le *cours de réponse* présente un puissant intérêt. Il décide du sort de tous les marchés à prime venant à échéance à un même terme et suivant que le cours est élevé ou bas, des fortunes sont gagnées par les uns, perdues par les autres.

On conçoit qu'à cette minute suprême, par le seul fait des engagements plus ou moins étendus à liquider, de brusques mouvements se produisent qui peuvent changer en quelques secondes la position d'un spéculateur. Telle prime qui paraissait devoir

1. V. Règlement de la Chambre Syndicale des Agents de Change, art. 107.

être abandonnée sera levée par un revirement en hausse ; telle autre que l'on eût pu lever dans d'excellentes conditions, avant l'heure de la réponse, se trouvera gravement atteinte, souvent même complètement perdue par un revirement en baisse.

Ce sont là les *mouvements de réponse* qui, par le jeu de l'offre et de la demande viennent établir un cours que certains, plus habiles ou plus puissants peuvent entrevoir, mais que nul ne peut connaître, au préalable, avec certitude.

Si les primes sont levées, c'est-à-dire si les acheteurs de titres veulent en prendre livraison, les vendeurs sont obligés de se procurer des titres à tout prix, s'ils n'en sont point détenteurs, ce qui arrive fréquemment ; dès lors, les demandes sont nombreuses sur le marché et la hausse s'opère. Si, au contraire, les primes sont abandonnées, c'est-à-dire si les acheteurs de titres ne veulent point en prendre livraison, les vendeurs qui s'étaient munis de titres en sont embarrassés et ils les rejettent sur le marché. Dès lors, les offres sont nombreuses et la baisse se produit.

Une véritable lutte, ardente, passionnée, s'engage entre haussiers et baissiers autour de la fixation du cours de réponse ; de puissants intérêts s'entre-choquent, de grandes opérations se dénouent qui peuvent provoquer d'importants mouvements consécutifs de hausse ou de baisse, contre lesquels il importe de se prémunir.

Au reste, selon la règle imposée par les usages de

Bourse, l'acheteur à prime est, sauf avis contraire de sa part, *liquidé d'office* à l'heure de la réponse.

Si un acheteur à prime a l'intention de rester acheteur ferme après la réponse, il devra en informer préalablement son intermédiaire qui sera alors en droit de lui réclamer une *couverture*.

Cette couverture sera naturellement bien plus considérable que le montant de la prime qui avait été exposé, puisque les risques sont désormais illimités ; elle sera essentiellement variable suivant les cas.

L'intermédiaire devra liquider d'office à l'heure de la réponse, s'il n'est pas muni de la provision nécessaire ou d'instructions précises.

Les articles 62 et 64 du décret du 7 octobre 1890 sont formels pour le supplément de couverture qui doit être remis au cas où un client voudrait qu'à la réponse, son opération à prime, devenue opération ferme, soit maintenue telle quelle dans son nouveau caractère. Ils contiennent cependant une restriction dont nous ne comprenons ni le but ni la portée.

L'article 62 porte : « Lorsque le donneur d'ordre s'est réservé la faculté d'abandonner le marché moyennant une prime, la couverture exigée ne peut être supérieure au montant de la prime (plus le courtage), sauf à l'agent de change à exiger qu'il lui soit remis le jour de la réponse et dans un délai déterminé avant l'heure fixée, comme il est dit à l'article 64, un supplément de couverture. Faute pour le donneur d'ordre de satisfaire à cette demande, l'agent

de change est en droit de liquider l'opération à l'expiration du délai imparti au donneur d'ordre. »

Et l'article 64 ajoute : « Les règlements prévus à l'article 82 fixent les jours et les heures auxquels les déclarations de consolidation ou d'abandon des marchés à prime doivent intervenir.

« Du moment où le marché est consolidé, la convention est, sous réserves des dispositions prévues à l'article 62, soumise à toutes les règles des négociations fermes ».

Le droit reconnu aux agents de change d'exiger, avant d'accepter un ordre, la remise d'une couverture, est donc limité ici, au montant de la prime.

Cette disposition n'est d'ordinaire applicable qu'à un donneur d'ordre acheteur, puisque lui seul peut se réserver la faculté de rompre le marché par l'abandon de la prime stipulée. Si dans ce cas, l'agent de change ne peut pas exiger le dépôt d'une somme supérieure au montant de la prime, ce n'est plus une couverture qu'il peut réclamer, mais le versement préalable des sommes nécessaires pour assurer l'exécution du marché en cas d'abandon des primes. Mais ce versement ne lui donne aucune garantie pour le cas où son client ferait une déclaration de consolidation.

Les rédacteurs du décret de 1890 ont compris que l'agent de change ne pouvait pas rester ainsi à découvert ; ils ont complété l'article 62 par une disposition de nature à modifier les conditions du marché. Cet article ajoute en effet, après avoir déclaré

que la couverture ne pouvait être supérieure au montant de la prime, que « l'agent de change pourra exiger qu'il lui soit remis, le jour de la réponse et dans un délai déterminé... un supplément de couverture ».

On ne voit pas très bien les raisons pour lesquelles on refuse à l'agent de change le droit d'exiger, en cette matière, une couverture à débattre avec son client, si quelques jours après la liquidation du marché, il peut exiger qu'un supplément de couverture lui soit remis dans un délai déterminé, avant l'heure fixée pour la réponse des primes.

L'exécution rigoureuse de cette disposition aurait pour conséquence de mettre le donneur d'ordre à la merci de l'agent de change, puisque s'il refuse ce supplément de couverture, qui n'est point limité par la loi et qu'il ne peut guère débattre après la conclusion du marché, l'agent de change aura le droit de liquider à son gré l'opération sans attendre un nouvel ordre.

Ce danger sera d'ailleurs facilement évité dans la pratique. En principe, le spéculateur qui s'adresse à un agent de change pour des opérations à prime, fait rarement une opération isolée. Ces négociations sont généralement accompagnées d'autres marchés qui permettront à l'agent de change d'exiger une couverture, sans s'inquiéter si elle est ou non supérieure au montant des primes.

L'article 62 du décret de 1890 ne saurait restreindre la liberté des conventions. Si le client consent à donner à son agent de change une couverture supérieure

au montant des primes, le législateur ne peut empêcher l'exécution de cette convention et le donneur d'ordre aura intérêt à ne pas contester la demande de l'agent de change à cet égard, s'il veut éviter que celui-ci n'use, vis-à-vis de lui du droit d'exécution qui lui est réservé par la loi, en cas de refus de supplément de couverture.

Cependant, l'agent de change dont le ministère est obligatoire ne pourrait refuser d'exécuter une opération à prime, si le client lui versait une somme égale au montant des primes. Mais dans ce cas, l'agent de change userait certainement du droit que lui confère l'article 62, *in fine*.

La restriction apportée par cet article nous paraît donc injuste et inutile ; elle est restée et restera sans doute sans application dans la pratique des affaires.

Faillite d'une partie. — L'état de cessation de paiement d'une des parties contractantes doit forcément exercer une influence sur la réponse des primes, et la partie qui a l'option ne peut y rester indifférente ; toutefois, la situation juridique n'est pas changée. Seulement le failli est représenté par son syndic qui a qualité pour donner à l'affaire la suite qu'elle comporte. Il est en outre déchu du bénéfice du terme qui lui était accordé pour *répondre la prime* aux termes de l'article 444 du Code de commerce.

Les règlements des marchés à la Bourse de Paris ont consacré ce principe dans le cas où le failli est receveur de la prime ; ils accordent au payeur la

faculté d'annuler le marché ou de répondre la prime sans aucun délai.

VII. — *Prime pour recevoir*

Le marché à prime, que nous venons d'expliquer a son inverse ou sa contre-partie, lorsque le vendeur donne une prime à l'acheteur pour l'obliger à recevoir à un prix convenu, aux jour et heure indiqués, les titres qui lui ont été vendus.

Le marché, dans ce cas, est libre pour le vendeur et obligatoire pour l'acheteur. C'est ce qu'on appelle une *prime pour recevoir* ou plus simplement une *vente à prime.*

Ce genre d'opération pratiqué naguère chez les coulissiers seulement, est devenu aujourd'hui d'un usage assez fréquent en Bourse.

Prime double. — Nous n'avons envisagé jusqu'ici que les primes simples, c'est-à-dire celles où les parties conservent leur position d'acheteur ou de vendeur fixée immuablement par le contrat.

La confiance dans le maintien du niveau des prix amène parfois un des contractants à laisser à l'autre le droit de se déclarer, à son choix, acheteur ou vendeur de la marchandise objet du contrat. Cette faculté est concédée moyennant la stipulation d'une prime dite prime double, qui augmentera ou diminuera le prix de vente suivant le rôle du receveur après l'option.

Ainsi lorsque Paul laisse à Pierre la faculté moyennant une prime double de 10 centimes, de se déclarer en juillet acheteur ou vendeur de 20.000 kilogrammes de laine à 1 fr. 40 le kilogramme, l'opération se réglera comme suit :

1° Ou Pierre se déclarera vendeur, et Paul devra alors payer 1 fr. 40 moins la prime, c'est-à-dire :

$$1 \text{ fr. } 40 - 0.10 = 1 \text{ fr. } 30 \times 20.000 = 26.000 \text{ frs.}$$

2° Ou Pierre se déclarera acheteur et alors il paiera le prix plus la prime, c'est-à-dire :

$$1 \text{ fr. } 40 + 0.10 = 1 \text{ fr. } 50 \times 20.000 = 30.000 \text{. frs.}$$

Il convient d'ajouter que cette prime double est beaucoup moins usitée que la prime simple, surtout en matière de Bourse de valeurs.

VIII. — *Des primes pour le lendemain*

En dehors de ces primes simples ou doubles, dont nous venons de parler, et qui se négocient pour le terme d'une liquidation, on traite une autre catégorie de primes dites pour *le lendemain* dont la réponse a lieu journellement à 2 heures et, exceptionnellement à 1 h. 1/2, le jour même de la liquidation ou pendant les séances d'été, lorsque la Bourse ferme à 2 heures.

Les primes pour le lendemain échangées la veille de la réponse de fin de mois, sont répondues comme des primes en liquidation.

Elles se pratiquent couramment aujourd'hui sur trois grandes valeurs de spéculation : le 3 o/o français, la rente extérieure espagnole 4 o/o, les actions Rio-Tinto.

A. — *Sur le 3 o/o français.* — Elles sont de trois sortes : dont 2 centimes 1/2, dont 5 centimes, dont 10 centimes ; il s'en traite, dont 25, dont 50 dans les journées mouvementées, à la veille d'événements graves.

B. — *Sur la rente extérieure espagnole 4 o/o.* — Les variations sur ce fonds d'Etat sont généralement brusques ; on traite, d'ordinaire, des primes dont 10, dont 25, dont 50.

C. — *Sur les actions Rio-Tinto.* — Cette valeur est, pour la spéculation, la plus importante de celles qui se traitent actuellement sur le marché de Paris. Les primes pour le lendemain qui y sont afférentes sont les primes dont 5 francs et dont 10 ; quelquefois, mais plus rarement, des primes dont 20 francs.

Toutes ces primes sont soumises à la loi de *l'écart* entre le cours du ferme et celui auquel elles sont négociées. Cet écart varie suivant les circonstances et se tend ou se détend suivant l'époque et le jeu de l'offre et la demande.

Certaines de ces primes jouissent de la prérogative de ne payer aucun courtage, lorsqu'elles sont abandonnées. Ce sont les primes dont 10, dont 05, et dont 02 1/2 sur le 3 o/o ; dont 10 sur l'Extérieure et

dont 5 francs sur le Rio. Les primes plus élevées sont soumises au courtage ordinaire.

Dans leur courte limite de durée, elles donnent lieu aux mêmes combinaisons que les primes de quinzaine ou de fin de mois.

L'acheteur d'une prime pour le lendemain peut : 1° se liquider par une vente de prime à la même échéance ; 2° se liquider par une vente ferme ; 3° lever sa prime et conserver la position ferme.

Le vendeur ferme contre prime pour le lendemain pourra, de son côté : 1° se racheter dès qu'il le voudra ; 2° abandonner sa prime, et, s'il désire poursuivre l'opération, se couvrir en rachetant de nouveau une prime pour le lendemain ; 3° la prime étant abandonnée. rester vendeur ferme à découvert.

Ces primes, fort goûtées des spéculateurs, peuvent en de certaines circonstances, procurer un bénéfice considérable, eu égard au risque couru. Elles ont toutefois le grand inconvénient d'être éphémères, et de devenir, à la longue, extrêmement chères.

On fait encore, à *plusieurs jours d'échéance*, de petites primes qui jouissent des mêmes prérogatives que celles pour le lendemain. L'écart seul se trouve augmenté, suivant que l'échéance en est à une date plus ou moins éloignée.

IX. — *Primes portables ou reportables*

Les primes portables ou reportables sont celles qui, ayant pour échéance le jour même de la liquida-

tion, ont été négociées *report compris*, c'est-à-dire portant sur la liquidation suivante.

Du report. — Le contrat de report étant un des éléments les plus considérables de la spéculation, il nous paraît indispensable de lui consacrer ici quelques développements, qui seraient peut-être mieux à leur place, dans une étude consacrée aux marchés ferme. Le contrat de report consiste fondamentalement dans un achat de titres au comptant et dans une revente à terme de ces mêmes titres à celui-là même qui les avait vendus au comptant, et réciproquement dans une vente au comptant et dans un rachat à terme. Celui qui achète au comptant et qui revend à terme est dit *reporteur*, celui qui vend au comptant et qui rachète à terme est dit *reporté* (1).

Le spéculateur à la hausse qui n'a pas en liquidation les fonds nécessaires pour prendre livraison des titres dont il est acheteur, mais voudrait néanmoins maintenir sa position en prévision de la hausse, trouvera dans la combinaison des reports un moyen pratique et courant de conserver ses engagements jusqu'à la prochaine liquidation, en retardant la prise de livraison des titres achetés jusqu'à ce nouveau terme. A cet effet, la veille de la liquidation, l'acheteur signifiera à son intermédiaire qu'il ait à faire *reporter sa position.* Celui-ci trouvera alors un capitaliste qui, en liquidation, consentira à lever de ses

1. Voir pour les détails pratiques sur les reports : Bozérian, nos 88; 325, 423. — Frémery, p. 174. — Proudhon, p. 89 et suiv.

propres deniers les titres de son client au cours de compensation pour les lui livrer à la liquidation suivante au même prix, mais sous paiement supplémentaire d'un intérêt : le *report*.

Si le spéculateur *à la baisse* ne peut ou ne veut livrer les titres dont il est vendeur, il trouvera dans le mécanisme des reports le moyen de conserver jusqu'à la liquidation suivante sa position de vendeur à découvert en vue du mouvement de baisse, retardant ainsi la livraison des titres jusqu'à ce nouveau terme. Ici, l'intermédiaire auquel le vendeur donne l'ordre de *reporter* procédera de façon inverse. Au lieu d'aller trouver un capitaliste, il s'adressera à un porteur des mêmes titres, dont son client est vendeur, qui, par besoin d'argent, consentira à s'en dessaisir contre espèces, au cours de compensation, pour les reprendre au même prix à la liquidation suivante. Dans ce cas, c'est celui qui prête les titres qui paie le report au vendeur à découvert, comme si ce dernier était effectivement capitaliste reporteur.

Précisons par un exemple.

A. — *Acheteur de rentes, je me fais reporter.* — J'achète le 16 du mois 12.000 francs de rente 3 o/o, à 97 fr. 50 fin courant. Pour lever mes titres en liquidation, il me faudra payer une somme de 390.000 fr. N'ayant pas cette somme et désireux de rester acheteur en prévision d'une hausse, sur laquelle je compte, je donne, en temps utile, ordre à mon intermédiaire, de faire reporter ma position fin prochain.

Le jour de la liquidation, mon intermédiaire

trouve en Bourse un capitaliste qui consent à prendre immédiatement livraison en mon lieu et place des 12.000 francs de rente, au cours de compensation, c'est-à-dire à prêter des fonds sur les titres en question, pour les restituer à la liquidation suivante contre paiement du prix des titres et du report convenu.

En supposant que j'aie été reporté sur le cours de compensation de 98, plus 22 cent. et 1/2 de report, mon compte de liquidation de fin de mois sera établi comme suit :

Le 16 acheté 12.000 francs 3 o/o à 97 fr. 50..	390.000 fr.
Le 31 f. r. 12.000 francs 3 o/o à 98 C/C (1)..	392.000 fr.
Bénéfice brut.....	2.000 fr.

J'aborde donc le nouveau mois avec une position acheteur reportée à 98, 22 1/2 report, soit à 98, 22 1/2 fin courant. Si je lève mes titres à la prochaine liquidation je devrai payer 392.900 francs, à moins que dans le cours du mois, je n'aie profité d'un mouvement de hausse pour réaliser avec bénéfice au-dessus de 98, 22 1/2 ; dans ce cas, mon opération se terminera par une différence à toucher en liquidation. S'il ne s'est pas produit de hausse, je pourrai me faire à nouveau reporter et ainsi de suite.

Quant au capitaliste, qui ne connaît que mon agent de change, voici quelle sera sa situation : le

1. F. R. et C/C sont les abréviations usitées en Bourse pour fait reporté et cours de compensation.

31 du mois, il a versé 392.000 francs contre 12.000 de rentes ; à la liquidation suivante, l'agent de change lui remboursera ses 392.000 francs, plus le report convenu que j'ai versé, c'est-à-dire 22 cent. 1/2 par chaque 3 francs de rente, soit 900 francs qui représenteront l'intérêt de son argent pendant un mois, moins le courtage.

B. — *Vendeur de rente, je reporte.* — Je vends le 10 du mois, 3.000 francs de rente 3 0/0, à 98 fr. 70 fin courant. Si je livrais au jour de la liquidation, je recevrais en échange de mes titres 98.700 francs, mais je n'ai pas les titres.

Je devrai liquider mon opération ou par un achat ou en reportant pour le mois suivant.

Me décidant pour la seconde alternative, je donne l'ordre à mon intermédiaire de me reporter fin prochain.

Le jour de la li quidation, mon intermédiaire trouve en Bourse, soit un acheteur, soit un porteur des mêmes titres ayant besoin d'argent, qui les lui prêtera en liquidation contre espèces, au cours de compensation, pour les reprendre au même prix, fin prochain, en payant le report. Si le cours de compensation est fixé à 97 fr. 70, et le report à 10 centimes, l'intermédiaire prendra livraison des 3.000 fr. de rente en titres contre paiement d'une somme de 97.000 francs, et livrera à son tour, ces mêmes titres, en mon lieu et place, à celui auquel ils ont été vendus le 10 du mois à 98 fr. 70, d'où mon compte de liquidation :

Le 10, vendu 3.000 fr 3 o/o à 98 fr. 70.....	98.700 frs
Le 1er du mois suivant reporté 3.000 frs 3 o/o à 97 fr. 70 C/C.....	97.000 frs
Bénéfice brut.	1.000 frs

Ainsi reporté, je me trouve de nouveau avec une position vendeur de 3.000 francs de rente 3 o/o à 97 fr. 70 plus 10 centimes de report, soit 97 fr. 80.

Au cours de ce second mois, mon intérêt est de chercher à me racheter à un cours avantageux, si possible.

Je me rachète à 97 ; mon opération se terminera par une nouvelle différence à toucher. En effet, par le fait de ce rachat, mon intermédiaire liquidera comme suit :

Il recevra d'une part 3.000 francs de rente rachetés contre 97.000 francs et restituera, d'autre part, ces 3.000 francs de rente au cours de 97 fr. 80, soit sous un remboursement de 97.800 francs à celui qui avait prêté les titres en liquidation. Mon opération est terminée et je touche 800 francs, moins le courtage.

Si je ne m'étais pas racheté dans le courant du second mois, j'aurais pu me faire reporter à nouveau à la fin du troisième, puis du quatrième mois.

On voit par ces exemples que les reports prêtent à la spéculation un appui incontestable. Abandonnée à ses seules ressources avec l'unique débouché du comptant, la valeur subirait d'énormes dépressions.

Or les capitaux disponibles, dans l'attente d'un

placement définitif, s'offriront volontiers pour un court terme ; cela leur procurera un rendement temporaire. Le taux de l'intérêt ou de l'escompte sur le marché de l'argent va régler le cours du report, comme le degré de risque du placement en déterminera les conditions.

1° Si le numéraire abonde, le reporteur se contentera d'un faible revenu, les reports se traiteront bon marché. Si le numéraire devient rare, le reporteur se montrera plus exigeant et le taux des reports s'élevera. Il peut s'élever si haut que les spéculateurs préféreront réaliser ; ce sera un commencement de baisse.

2° La valeur offerte en report a déjà parcouru une hausse considérable ; le report devient alors dispendieux, parce que la marge d'une plus-value est essentiellement problématique et que le risque d'un effondrement est des plus grands.

C'est dans ces périodes de spéculation *surchauffée* que l'on voit des reporteurs retirer 6 et 8 o/o de leur argent.

Le prix du report varie à chaque liquidation ; en temps ordinaire, il baisse ou « se détend » quand les fonds sont en hausse et monte ou « se tend » quand ils sont en baisse, la hausse des fonds publics indiquant l'abondance de l'argent sur la place, et inversement en cas de baisse. Cependant, le contraire se produit quelquefois.

Une rareté exceptionnelle du titre peut même produire un bon marché exceptionnel du report, qui

prend alors le nom de *déport*, lorsqu'en liquidation, c'est le porteur de titre, c'est-à-dire l'acheteur qui reçoit une certaine somme pour prêter son titre au vendeur à découvert.

Il arrive que la spéculation, inquiétée par des raisons politiques ou financières, vend une foule de titres à découvert, c'est-à-dire, de titres qu'elle ne possède pas. Si, en liquidation, les capitalistes sérieux qui avaient fait leur contre-partie comme acheteurs, prennent livraison des titres qu'ils ont achetés, les vendeurs sont obligés d'emprunter les titres qui leur manquent, aux détenteurs réels de ces titres, qui ne les prêtent que moyennant un prix à débattre à leur profit. C'est le *déport* ou le loyer du titre prêté en opposition avec le report qui est le loyer de l'argent emprunté. Le report a été assez justement appelé « le baromètre de la position de place » et le spéculateur peut tirer de son bon marché ou de sa cherté un enseignement utile pour la direction de ses opérations.

Caractères juridiques de l'opération du report. — Certains auteurs (1), s'en tenant aux intentions qui se dégagent de la convention ont assimilé l'opération du report à un prêt à intérêt ; la jurisprudence, s'en tenant à la forme du contrat y voit une double vente au comptant et à terme.

Cette distinction, sans intérêt depuis la loi du

---

1. Troplong, *Des Contrats aléatoires*. Art. 1965, n° 150. — Pont, *Petits contrats*, n° 625. — Bozérian, n° 91.

12 janvier 1886, avait autrefois son importance. A considérer le report comme un prêt à intérêt, on se trouvait dans la nécessité de l'interdire toutes les fois que le taux de l'intérêt excédait 6 o/o. Depuis la loi de 1886, l'emprunteur se trouvant faire acte de commerce, le prêt est commercial et par suite affranchi d'un taux maximum quelconque.

Voyons quelles sont en substance les raisons invoquées par les partisans des deux systèmes.

Pour ceux qui considèrent le report comme un prêt à intérêt, le reporteur apporte pour un temps déterminé au reporté, en échange de titres que ce dernier lui remet, les capitaux dont il a besoin. L'écart existant entre le cours du ferme au jour de la formation du contrat et celui auquel se négocie la prime, représente l'intérêt du prêt effectué.

Le reporteur est ici un tiers qui intervient entre l'acheteur et le vendeur pour procurer au premier qui ne les possède pas, les fonds réclamés par le second au jour de la liquidation. Il occupe donc vis-à-vis de l'acheteur et pour une période déterminée, la situation du vendeur primitif. C'est un simple prêteur dont les capitaux sont couverts par une remise de titres et qui reçoit eomme intérêt du prêt effectué, une somme représentée par l'écart qui existe entre le cours du ferme au jour de la formation du contrat et celui auquel se négocie la prime.

La jurisprudence se refuse à partager cette manière de voir, relativement simple. Pour elle, le report n'est autre chose qu'une double vente. L'ache-

teur originaire vend au comptant à un tiers les titres dont le vendeur primitif veut se débarrasser et rembourse celui-ci avec la somme reçue ; en même temps, il rachète à ce tiers à un prix différent du précédent et supérieur à lui, une égale quantité de titres pour la liquidation suivante ; il devient ainsi reporté, le tiers étant reporteur.

Il y a dans ce système, une double opération faite par l'acheteur primitif : vente au comptant à un prix déterminé, achat à terme à un autre prix pour la liquidation suivante. Aussi M. le conseiller Calmètes a-t-il pu dire (1) que le contrat de report était une vente à réméré à court terme. Il nous semble toutefois qu'il serait peut-être plus exact de dire qu'il s'agit ici d'une vente spéciale dans laquelle la faculté de rachat est exercée immédiatement par le vendeur, mais avec un terme pour le paiement, car dans la vente à réméré, le vendeur se réserve la faculté de reprendre à l'acheteur le bien vendu, ici, le vendeur s'engage à effectuer le rachat.

Pour justifier sa théorie, la jurisprudence se base sur ce fait qu'aux termes de l'article 93 du Code commercial, un créancier gagiste ne peut acquérir la propriété de l'objet qu'il a pris en nantissement alors qu'au contraire le reporteur est propriétaire sans réserve de la valeur achetée et qu'il n'aura par suite à restituer au jour de la liquidation qu'une valeur de même espèce. Sans doute, le reporteur

---

1. Req., 3 février 1862. Aff. Demollon. D. P. 62. 1.163.

cherche généralement à ce que les capitaux par lui engagés soient productifs d'intérêt, mais il est nombre de cas où cette intention n'existe pas. D'ailleurs, peut-on affirmer que le reporté soit réellement un emprunteur, puisque par suite du secret professionnel imposé aux intermédiaires, il ignore la personnalité du bailleur de fonds et que le seul but qu'il poursuive dans son opération est non point tant le désir de contracter un emprunt que celui de proroger, sous de nouvelles conditions, jusqu'à la liquidation suivante, le marché primitivement effectué par lui (1).

Toutefois, la Cour de cassation a jugé que dans des circonstances particulières, le report avait pu revêtir le caractère d'un prêt sur gage et que cette appréciation rentrait dans le pouvoir souverain des juges du fond (2).

De ce qui précède, découlent les effets juridiques des deux contrats dont la réunion constitue le report. Dans la pratique, les titres qui font l'objet de ces deux contrats sont envisagés comme des choses fongibles, et le reporteur contracte simplement l'obligation d'en livrer de semblables au reporté, lorsque celui-ci réclamera au terme convenu, l'exécution du second contrat. Le premier contrat est un contrat ferme et translatif de propriété. Le reporteur devient propriétaire des titres dont il a pris

---

1. V. Thaller, *Droit Commercial*, §§ 936 et suiv.
2. Civ. rej., 18 juin 1872. Aff. Rostand. D. P, 72. 1. 268.

livraison, et il exerce tous les droits du propriétaire. Le deuxième contrat est une vente conditionnelle et à terme.

Le reporteur, vendeur à terme, peut contraindre le reporté à exécuter le contrat, et le terme arrivé, à prendre livraison des titres et à en payer le prix. Sur son refus, il peut revendre les titres à ses risques et périls. Le reporté est acheteur à terme et acheteur conditionnel, il devient propriétaire des titres, lorsque par le paiement des prix, il a réalisé la condition, et par l'effet rétroactif de la condition accomplie, il est réputé propriétaire du jour de la formation du contrat.

Quoique le droit d'escompte appartienne au reporté, le reporté qui à l'échéance ne lève pas et ne paie pas les titres, n'est pas fondé à soutenir qu'il n'en doit pas le prix, par le motif que dans cet intervalle, un événement de nature quelconque l'a privé du droit de revendre ces titres ou de les escompter ; l'escompte est en effet une pure faculté qui n'est point de l'essence du contrat.

Quel que soit le caractère juridique du report, qu'on le considère comme un prêt à intérêt ou comme une double vente au comptant et à terme, dans les deux cas, cette opération constitue un contrat que l'agent de change ne peut consommer sans l'autorisation ou l'ordre exprès du client dont il est mandataire.

Les primes portables ou reportables, sont, nous l'avons dit, celles qui ayant pour échéance le jour

même de la liquidation, ont été négociées report compris, c'est-à-dire portant sur la liquidation suivante.

Pratiqués sur les rentes françaises, la rente extérieure espagnole, le Rio-Tinto, etc., elles se traitent de la même manière et sont répondues à la même heure que les primes pour le lendemain, négociées en liquidation courante.

Si, par exemple, la veille de la liquidation, avec les écarts de 0,05 dont 05 et de 0,10 dont 02 1/2, le 3 0/0 cote 100,10 en liquidation et 100,25 fin prochain (soit 0 fr. 15 de report) les primes pour le lendemain en liquidation, vaudront 100,15 dont 05 et 100,20 dont 02 1/2, et les primes portables ou reportables, fin prochain, seront payées 100,30 dont 05, et 100,35 dont 02 1/2 soit exactement le cours de celles en liquidation, plus le report.

CHAPITRE II

Les marchés à prime au point de vue pratique. — Leur mécanisme. — Les diverses combinaisons auxquelles ils donnent lieu (1). De l'échelle des primes. — Du stellage.

On ignore, d'ordinaire, quelles facilités peuvent offrir, au point de vue pratique, les marchés à prime dans les relations d'affaires et surtout quelle est la situation exacte des parties en cause : payeurs et acheteurs de primes ; il convient donc de s'y arrêter brièvement.

Une personne possédant des titres ou des marchandises craint une baisse, sans précisément la prévoir ; elle s'assure contre une fluctuation possible et défavorable des cours en vendant à prime ;

---

1. Voir pour toute cette partie pratique le livre très documenté de M. Robert-Milles. *La grammaire de la Bourse* dans lequel nous avons puisé de nombreuses et précieuses indications.

elle livrera effectivement en cas de baisse ; elle laissera lever la prime si elle y a quelque avantage.

L'encaisseur est à la discrétion du payeur de primes, mais il est assuré de toucher une certaine somme et cela fait sa force. Le plus souvent, les payeurs sont des spéculateurs timides qui veulent limiter leurs risques ; les encaisseurs, de gros capitalistes, que les fluctuations n'effraient point et à qui l'encaisse des primes laisse une large marge pour opérer.

Le payeur de primes ne produit une impression sur le marché qu'à l'arrivée du terme, lorsqu'il trouve avantageux de faire usage de son droit d'acheter et qu'il ne veut pas employer ou conserver lui-même, mais vendre les valeurs dont il prend effectivement possession. Et il faut bien reconnaître que les acheteurs à prime ont là, dans certains cas, tout au moins, un moyen de troubler le marché et de l'opprimer.

Ce qui n'est point sans rendre assez rares les demandes de valeurs qui n'ont pour but que de forcer les encaisseurs de primes à se précipiter sur le marché et d'amener ainsi une certaine hausse, c'est que les encaisseurs sont généralement des personnes qui, avec leur fortune et leurs moyens d'action seraient le plus en mesure d'opprimer le marché, tandis que leur intérêt est d'avoir un marché immobile. Lorsque les grands spéculateurs se présentent comme payeurs de primes et achètent ou vendent

à prime des quantités considérables, il faut agir avec la plus extrême prudence.

Ajoutons cependant que s'il est vrai, à un certain point de vue, que quelques variétés de marchés à prime, les stellages et les facultés notamment, peuvent conduire à un véritable agiotage, le monde de la Bourse est très bien informé sur l'extension de ces opérations et se trouve toujours en mesure d'en paralyser l'effet.

Ceci dit, il est indispensable de se bien pénétrer de ce principe qu'en achetant à prime on limite ses risques au montant de la prime, tandis que le bénéfice est illimité, et qu'en vendant à prime on limite son bénéfice, tandis que les risques sont illimités.

Si j'achète 25 Rio à 2.250 dont 20, ce qu'on écrit : A. 25 Rio 2250 d/20 ou 2250/20, je ne risque jamais plus de 25 fois 20, c'est-à-dire 500 et j'ai toute la hausse pour moi.

Si je vends 25 Rio à 2.250 d/20, je ne gagne plus rien au-dessus de ce chiffre, en admettant que j'aie le ferme ; et si je vends à découvert, je ne puis envisager que le seul gain de 500 francs et suis exposé à me trouver dans la nécessité de me racheter à des cours bien supérieurs en cas de hausse.

Les primes se traitent en Bourse ,

p. d. c'est-à-dire pour demain ;

en liq. ou en liquide, c'est-à-dire pour la prochaine liquidation ;

p. f. c. c'est-à-dire pour fin courant ;

p. 15, c'est-à-dire pour le 15 ;
p. f. p. c'est-à-dire pour fin prochain ;

Section I

Du mécanisme des marchés à prime

Nous avons vu que l'effet est bien différent suivant qu'il s'agit d'achat ou de vente à prime.

A. — *Achat à prime.* — Ayant acheté 25 de Beers à 520/10, il est bien certain que cet achat n'a pour but que de limiter les risques que présenterait une opération ferme ; ici je ne peux jamais perdre plus de 10 francs par titre, tandis que si j'avais 25 de Beers, dans le cas où une baisse de 40 francs se produirait, je subirais une perte assez sérieuse. Mais si les risques sont fortement atténués, le bénéfice n'en est pas moins illimité. Le résultat de l'opération dépendra de la tournure que prendra le marché d'ici l'échéance de la prime. Si la baisse arrive, il est certain que mon opération devient mauvaise et alors je n'ai qu'à payer le montant de ma prime au vendeur. Si au contraire la hausse se produit, différentes hypothèses sont à envisager :

Ou bien j'attendrai le jour de la réponse des primes pour revendre ferme mes 25 de Beers.

Ou bien sans attendre la réponse des primes, je pourrai revendre ferme, dès que je jugerai mon béné-

fice suffisant, c'est ce qui est souvent préférable. Car dans ce cas, il peut arriver que les cours restent jusqu'à l'échéance au-dessus du cours d'achat de ma prime ; alors rien de changé, mon achat devient ferme et se trouve balancé par ma vente faite dans le courant du mois. Mais il peut arriver aussi que la baisse s'accentue après ma vente et qu'au jour de la réponse, j'abandonne ma prime. Ma vente n'étant plus contrebalancée par aucun achat, je suis vendeur à découvert, je puis alors racheter ferme et liquider ainsi l'opération ou me couvrir en rachetant une prime pour la prochaine échéance, ou même rester vendeur à découvert purement et simplement. Une opération de ce genre peut donner lieu à de multiples combinaisons que nous décrirons plus tard.

Ayant acheté à prime, je puis également revendre à prime, soit une prime de la même valeur, soit une prime d'une valeur moindre, soit une prime d'une valeur supérieure. Si je vends une prime moins chère, l'écart sera plus grand que si c'est une prime égale ou supérieure. Si le mouvement de hausse tend à se continuer, il sera préférable de vendre une prime moindre pour que l'écart soit plus grand ; sinon on sera complètement couvert par la vente d'une prime égale, et l'on aura un bénéfice assuré si l'on peut revendre une prime plus chère. Mais si la hausse n'est que problématique, d'une vente ferme découlera un plus grand bénéfice.

Telles sont les hypothèses qui peuvent naître d'un

achat de prime, ou plutôt telles sont les opérations qui peuvent clore un achat à prime.

Essayons de les séparer nettement et de les fixer, chacune par un exemple différent.

Premier exemple. — Ce sera le cas le plus simple, c'est-à-dire : *achat à prime liquidé seulement à la réponse.*

Le 24 janvier, en présence de la bonne tenue du marché du cuivre, voyant qu'une légère réaction s'est produite sur le Rio à la suite d'attaques de baissiers de Londres, je veux profiter de cette dépréciation passagère pour acheter et bénéficier d'un mouvement de reprise prévu. Comme je ne veux pas m'exposer aux surprises d'un événement inattendu, je fais une opération à prime pour fin février, en limitant ma perte à 4.000 francs. Sur le cours de 2.190, j'achète 200 Rio à 2.325/20 pour fin février.

J'expose de la sorte 4.000 francs et ne commencerai à gagner que lorsque le prix du ferme aura atteint 2.325. Je perdrai tout ou partie de ma prime si le 27 février, on répond au-dessous de ce cours. Bientôt ce cours est dépassé, la hausse s'accentue jusqu'à la fin du mois et le 27 février, jour de la réponse des primes, je vends mes 200 Rio ferme à 2.620 francs.

Mon bénéfice s'établit de la manière suivante :

Je vends 200 Rio à 2.620.....	524.000 frs
Acheté à 2.325.....	465.000 frs
Différence en ma faveur.....	59.000 frs

somme qui constitue mon bénéfice net.

Deuxième exemple. — *Achat à prime limité avant le jour de la réponse et primes levées à la réponse.*

Le 1er du mois, j'achète 15.000 francs de rente 3 o/o à 95, 35/50 fin courant, sur le cours de 95,15, c'est-à-dire avec 20 centimes d'écart.

Le 20 du mois, la rente s'est élevée à 95,85, ce qui représente déjà sur mon cours d'achat un bénéfice en vue de 0,50, soit de 2.500 francs.

Sans attendre la réponse des primes, je désire mettre mon bénéfice en sûreté et je vends mes 15.000 francs de rente à 95,85.

Le dernier jour du mois, on répond à 95,40. Puisque je suis acheteur à 95,35, je lève ma prime et deviens acheteur ferme à 95,40 de la même quantité dont je suis vendeur à 95,85, mon opération se trouve de la sorte liquidée.

L'on voit par cet exemple, que si au lieu de profiter du cours de 95,85 pour réaliser mon bénéfice, j'avais attendu le jour de la réponse des primes et vendu à ce moment là à 95,40 environ, mon bénéfice n'aurait été que de 500 francs environ.

L'inverse aurait pu se produire si la réponse s'était effectuée par exemple à 96,25. En vendant par anticipation, je manquais de gagner 2.000 francs de plus, puisque j'ai limité mon bénéfice en hausse en réalisant au cours de 95,85.

Troisième exemple. — *Achat à prime réalisé avant le jour de la réponse ; prime abandonnée et rachat du ferme à la réponse.*

J'achète au début du mois, 12.000 francs de rente

3 o/o à 95,50 dont 50 fin courant, la rente monte, comme dans l'exemple précédent, et je vends le 20 du même mois : 12.000 francs de rente 3 o o/o ferme à 96,50 fin courant.

Quelques jours après, une crise survenant, la rente redescend brusquement, et l'on répond à 94,35. J'ai alors intérêt à abandonner ma prime et à racheter, séance tenante, ferme 12.000 francs de rente 3 o/o au mieux, supposons 94,50, pour couvrir ma vente du 20, dont je serai à découvert par le fait de l'abandon.

Je perds ma prime, mais gagne la différence entre la vente et le rachat ferme. En effet :

Le 20, vendu 12.000 francs de rente 3 o/o ferme à 96 fr. 50	386.000 frs
Le 30, acheté 12.000 francs de rente 3 o/o ferme à 94 fr. 50	378.000 frs
Différence	8.000 frs
Dont à déduire la prime abandonnée.	2.000 frs
Bénéfice brut	6.000 frs

En vendant mes 12.000 francs de rente ferme à 96,50, j'avais terminé mon bénéfice à la hausse, du fait de cette vente, je m'exposais à gagner à la baisse dès que la rente rétrograderait au-dessous de 95, limite à laquelle ma prime se trouverait forcément abandonnée, ce qui est arrivé.

Cet exemple nous montre comment une spéculation, entamée à la hausse, peut devenir très bonne

en cas de baisse. On la dénomme : *Vente ferme contre prime.* Le spéculateur qui entame cette opération avec l'intention de conclure une affaire immédiate à la baisse procédera d'autre manière ; il vendra le ferme au moment même où il achète la prime, en mettant à jeu l'écart. Il n'attendra pas, pour vendre son ferme, que la rente ait atteint la prime, car la reprise pourrait ne pas se produire et sa prime serait perdue ; le vendeur fait alors les deux opérations liées et il connaît immédiatement l'étendue de ses risques, alors que ses bénéfices en baisse sont illimités.

Quatrième exemple. — *Achat à prime et revente à prime.*

Ayant acheté 25 Saragosse à 384/2,50 pour la fin du mois, je peux les revendre 387/5 ou 289/2,50 pour la même échéance. Si la réponse des primes se fait à 283, les deux opérations achat à 384/2,50 et vente à 387/5 sont contre-balancées puisque je lève et que je suis obligé de livrer. Au contraire si j'ai revendu à 389/2,50 j'encaisse la prime et je reste acheteur ferme de 25 Saragosse à 384, que je revends immédiatement ferme ou à prime.

B. — *Ventes à prime.* — Tandis que l'acheteur à prime est, nous venons de le voir, engagé jusqu'à concurrence seulement du montant de la prime, le vendeur, au contraire, court des risques illimités, puisque jusqu'à l'heure de la réponse, il est aux ordres de son acheteur, dont il ignore complètement les intentions.

La prime abandonnée constitue la prime du vendeur quand l'opération est résiliée. Si la prime est levée, le vendeur gagnera l'écart, en admettant qu'il ait eu soin de se couvrir en achetant la même quantité ferme, à un cours inférieur à celui auquel il a vendu. Lorsque ces deux opérations ont lieu simultanément, ce qui s'appelle en terme de Bourse *Achat ferme contre vente à prime*, on se trouve en présence d'une opération *liée*.

La vente à prime peut également être faite, comme nous l'avons vu sur un achat à prime ; j'ai acheté 2,500 Russe 5 o/o à 89,50/25, on monte et je vends à 90/50. Dans ce cas j'ai un gain assuré constitué d'un côté par l'écart entre 89,50 et 90 dans le cas où les cours resteraient stationnaires ou continueraient à monter, et d'autre part par la différence de valeur entre la prime achetée et la prime vendue d/25 et d/50.

Je peux aussi vendre à prime des valeurs que je détiens en portefeuille, dans le but de faire rapporter à ces valeurs un plus fort intérêt. Si la prime est abandonnée je l'encaisse et je peux recommencer à vendre pour une autre échéance, au contraire si la prime est levée, je livrerai mes titres et j'attendrai que la baisse se produise afin de les reprendre dans de meilleures conditions, si possible.

Je puis enfin vendre à prime à découvert, dans le seul but de spéculer, c'est l'opération la plus dangereuse, car si je suis levé, je puis être obligé de ne racheter à des cours biens supérieurs à mon cours

de vente, surtout quand il s'agit d'une valeur susceptible de grandes fluctuations comme le Rio Tinto.

Examinons dans une série d'exemples ces différentes hypothèses.

Premier exemple. — *Achat ferme contre vente à prime : opération liée* bénéfice limité.

J'achète 50 Rio à 2.225 le 8 juillet. Voyant que les primes sont recherchées et par suites les écarts assez tendus, je revends immédiatement mes 50 Rio à 2.300/40 fin juillet, avec l'intention de rester sur cette opération jusqu'au jour de la réponse.

La hausse se produit et la réponse se fait à 2.350 ; ma prime est donc levée. Cette vente à prime, de conditionnelle qu'elle était, devient une vente ferme qui se trouve balancée par mon achat de pareille importance à 2.225.

Ma position est liquidée et le bénéfice s'établit de la façon suivante :

Vendu 50 Rio à 2.300 francs fin courant, prime levée.....	115.000 frs
Achat 50 Rio à 2.225	111.250 »
Différence à mon profit.....	3.750 frs

Si la réponse au lieu d'avoir été effectuée à 2.350 avait été faite à 2.240, la prime que j'ai vendue d/40 à 2.300 aurait été abandonnée et j'aurais bénéficié de 2.000 francs en restant toujours acheteur de 50 Rio.

La prime encaissée me mettant acheteur 40 francs plus bas, je pourrai immédiatement revendre mes

5o Rio ferme, ou recommencer à revendre à prime pour une autre échéance.

Cette combinaison réussit surtout dans les périodes de calme.

Mais le vendeur de prime peut ne pas être couvert par un achat ferme.

1° Soit parce qu'il a vendu sa prime sur des titres qu'il possède en portefeuille ;

2° Soit qu'il ait eu l'intention de vendre une prime à découvert.

Au cours de la réponse, s'il est levé, il livrera les titres de son portefeuille, ou, dans le second cas, il rachètera ferme au mieux une quantité égale à celle dont il est levé, ou restera vendeur ferme à découvert en prorogeant son engagement en liquidation.

Deuxième exemple. — *Vente à prime sur titres en portefeuille primes abandonnées.*

Cette opération permet aux capitalistes d'augmenter leurs revenus sans autres risques que ceux découlant de la nature même des titres qu'ils possèdent.

J'ai placé ma fortune en divers titres, entre autres, en rentes russes ; je possède 10.000 francs de rentes russes 5 o/o 1906.

N'ayant pas en vue d'autres placements plus rémunérateurs, je ne voudrais pas me défaire de mes rentes ; mais ne pouvant me contenter de mon revenu, je vais profiter des ressources qu'offrent les ventes à prime pour augmenter sensiblement le rendement de mon portefeuille.

Mon intention étant d'être abandonné pour encaisser la prime vendue, je chercherai à vendre mes primes dans les hauts cours avec le plus large écart possible.

Le Russe 5 o/o 1906 qui cote au début du mois 87, 50 s'élève subitement à 89,20 ; je vends immédiatement 10.000 francs de rente à 90, 50/50 pour fin courant.

Pour que je gagne la prime, il faudra que la réponse ait lieu à 90 ou au-dessous.

En fin de mois, les cours reviennent en arrière et la réponse se fait à 89 ; ma prime est donc abandonnée et je gagne de ce chef 1.000 francs qui augmentent mon revenu d'autant, sans que j'aie besoin de déplacer mes titres.

Comme règle générale, il faut avoir soin de ne jamais vendre de primes après un mouvement de baisse, il faut attendre qu'une hausse se soit produite pour opérer avec les meilleures chances de succès.

Troisième exemple. — *Vente à prime sur titres en portefeuille, prime levée.*

En vendant les 10.000 francs de rente Russe 5 o/o que j'ai eus en portefeuille à 90,50/50 fin courant je m'expose, selon le cours de la réponse :

Ou à encaisser la prime vendue, soit 1.000 francs si le marché est résilié ;

Ou à livrer mes 10.000 francs de rente à 90,50 si la prime est levée.

Si la réponse des primes a lieu à 90,25, ma vente devient une vente ferme, au cours de 90,50. Je

livre mes titres et reçois en échange une somme de 181.000 francs.

Les fonds d'Etat étant sujets à des mouvements de hausse et de baisse, à des intervalles plus ou moins grands, j'attendrai simplement qu'une réaction se produise et me permette de reprendre les titres dont je suis dessaisi à meilleur marché, pour recommencer ensuite la même opération.

QUATRIÈME EXEMPLE. — *Vente de primes à découvert.*

Celui qui vend des primes à découvert ne cherche un bénéfice que dans le montant de la prime en cas d'abandon.

La Sosnovice vaut 1.295 et je juge à propos de vendre avec 40 francs d'écart 100 Sosnovice à 1.335/10 pour fin courant afin de gagner 1.000 francs au maximum.

Si la réponse des primes a lieu à 1.325 ou au-dessous, je suis abandonné et encaisse 1.000 francs, montant des primes.

Si la réponse a lieu à 1.330, je suis levé et je me rachète immédiatement au cours de la réponse pour couvrir ma vente, devenue du ferme et ne gagne plus que 5 francs, soit 500 francs, à moins que je ne préfère rester vendeur à découvert à ce cours. Ce qui peut être avantageux surtout à la suite d'un mouvement de hausse que j'ai choisi pour vendre à prime.

Mon bénéfice ne sera jamais supérieur à la prime, mais ma perte peut être très grande, et je ne la connaîtrai qu'à l'heure de la réponse. Il peut même arri-

ver que dans le but de me couvrir, j'achète du ferme en égale quantité, et qu'entre mon achat et la réponse, les cours subissent une forte dépression. La perte que je puis avoir à subir de ce chef se trouvera bien souvent maigrement compensée par le montant de ma prime.

Ce genre d'opération est assez dangereux, et il faut éviter de vendre des primes à longue échéance, surtout lorsqu'on a du ferme, tout au moins pour certaines valeurs.

Il faut également savoir choisir les moments propices pour vendre.

Le grand avantage de la vente de primes, avantage considérable pour celui qui sait en profiter, est de pouvoir abaisser le prix d'achat de valeurs dans lesquelles on a confiance et que l'on a l'intention de garder longtemps.

J'achète du Rio en période d'inactivité, soit avant les vacances ; grâce aux primes que j'aurai su faire, je peux ramener mon prix d'achat bien au-dessous du prix que j'ai payé ; de sorte que je me trouve, au moment de la reprise des affaires, avoir des titres à des prix relativement bas. L'avance que je me serai ainsi faite me permettra d'attendre plus longtemps avant de me liquider, quoi qu'il arrive.

Un autre avantage considérable est de permettre à ceux qui détiennent en portefeuille un grand nombre de valeurs sur lesquelles existent des primes, de pouvoir augmenter leurs revenus et cela d'une façon assez considérable. Il est facile de s'en rendre compte.

Si je suis détenteur de 5.000 Russes 5 o/o, valeur sur laquelle se traitent des primes dont 1 franc et dont o fr. 50. Si dans l'année j'arrive à encaisser 6 primes d/1 et 4 ou 5 primes d/0,50, ma rente peut se trouver augmentée de 8.000 ou 9.000 francs. Sans compter que j'aurai pu être levé et racheter peut-être plus bas.

Section II

Combinaisons auxquelles donnent lieu les opérations à prime

Les combinaisons auxquelles peuvent donner lieu les marchés à prime sont extrêmement diverses et généralement fort complexes ; aussi Michaelis a-t-il pu dire que « si on faisait défiler les diverses métamorphoses de ce genre de marché, on croirait regarder dans un kaléidoscope qui présenterait des images toujours nouvelles ».

La Bourse n'a que deux mouvements : la hausse ou la baisse, et s'il s'agissait au pis-aller, d'en assimiler les opérations à un pur jeu de hasard, on pourrait dire que le joueur y opère à égalité, c'est-à-dire à chances égales (1).

Pour ceux qui raisonnent et étudient, l'unique chance contraire est singulièrement atténuée, voir même ramenée à un risque infinitésimal dans nom-

1. Abstraction faite toutefois des courtages et impôts.

bre de cas, par des observations, par des calculs de probabilités, par l'étude du marché et de ses courbes, par les renseignements sur chaque titre et enfin par les multiples combinaisons offensives et défensives pratiquées dans les trois alternatives suivantes :

1° A la hausse ;

2° A la baisse ;

3 Complexe.

La vente et l'achat, suivant l'un ou l'autre de ces trois modes, peuvent se combiner deux à deux, de toutes les manières possibles, au choix du spéculateur selon ses calculs, ses intérêts et son inspiration (1).

Dans les combinaisons à la hausse, on achète pour vendre ; dans les combinaisons à la baisse, on vend avant de se couvrir par un rachat ; dans les combinaisons complexes, on fait intervenir les primes et le ferme de manière à être à la fois à la hausse et à la baisse.

Nous allons successivement examiner ces trois combinaisons.

1° *Combinaisons à la hausse.* — Elles se font au comptant ou à terme.

A. — En achetant au comptant, je peux revendre :

1° Au comptant.

2° A terme.

---

1. Robert-Milles. *La Grammaire de la Bourse*, 5e édition, p. 267-268.

3° A prime.

B. — En achetant ferme, je peux revendre :

1° Ferme.

2° Au comptant.

3° A prime.

C. — En achetant à prime, je peux revendre :

1° Ferme.

2° A prime.

2° *Combinaisons à la baisse.* — *A.* — Je vends ferme à découvert.

B. — Je vends à prime et à découvert :

C. — Je vends ferme et j'achète à prime la même quantité à l'instant même, opération dite : Vente ferme contre prime.

3° *Combinaisons complexes.* — Il suffisait d'indiquer sommairement les opérations à la hausse ou à la baisse, sans s'attarder dans de longues explications. Les opérations complexes, qui sont simultanément à la hausse et à la baisse demandent qu'on s'y arrrête davantage.

Ces opérations se pratiquent surtout dans les périodes d'incertitude, alors que le marché n'ayant pas une tendance bien prononcée, le spéculateur veut se mettre à l'abri d'une surprise, et profiter des fluctuations éventuelles soit en hausse, soit en baisse.

Les combinaisons sont innombrables ; il nous suffira d'esquisser ici les principales.

A. — *Achat ferme contre vente de primes en plus forte quantité.*

B. — *Opération dite à cheval*, en même temps à

la hausse et à la baisse, par vente ferme contre achat de primes en plus forte quantité.

C. — *Achat de primes contre vente de primes en quantité égale ou supérieure.*

A. — *Achat ferme contre vente de prime en plus grande quantité.* — J'achète ferme et vends le double à prime. J'achète ferme 50 Rio à 2.150 soit un capital de 107.500 francs, et je vends à prime à l'instant même le double, soit 100 Rio à 2.230/20 en liquide, c'est 2.000 francs de prime à toucher en cas d'abandon.

Si la baisse survient, je ne commencerai à perdre qu'au cours de 2.110 qui devient une limite de perte en baisse, parce que dans ce cas, les 2.000 francs de primes abandonnées me couvrent de 40 francs sur mon achat.

1° Supposant la réponse des primes à 2.140, je revends mon ferme à ce prix, soit en capital 107.000 francs : je perdrai donc 500 francs ; mais comme d'autre part, j'ai 2.000 francs de primes abandonnées, je gagne encore 1.500 francs.

2° Si la réponse se fait à 2.170, je revends mes 50 Rio à ce prix, soit un capital de 108.500 francs. De ce chef, j'ai 1.000 francs de bénéfice, sans compter les 2.000 francs de primes abandonnées.

Si la réponse s'effectue au-dessus de 2.210, ma situation se modifie, parce qu'alors l'acheteur lève les 100 Rio vendus à prime, et je deviens vendeur à découvert de 50 Rio qu'il faut que je rachète pour liquider l'opération.

Ainsi :

1° Supposant la réponse à 2.220, je rachète 50 Rio, ce qui donne :

Acheté 50 Rio à 2.150, soit.....	107.500 frs
D° à 2.220, soit.....	111.000 frs
Total.....	218.500 frs
J'ai revendu le tout à 2.230 prime levée.....	223.000 frs
Différence à mon profit.....	4.500 frs

2° Supposant la réponse à 2.250, je dois, comme dans le cas précédent, racheter 50 Rio à ce prix, puisque mon acheteur à prime lève.

Je suis de la sorte liquidé, et mon bénéfice s'établira comme suit :

Acheté 50 Rio à 2.150, soit.....	107.500 frs
D° 2.250, soit.....	112.500 frs
Total.....	220.000 frs

J'ai vendu le tout 2.230 prime levée, soit 223.000 ; je gagne 3.000 francs.

3° Toujours par le même raisonnement, je ne gagnerai plus que 2.000 francs si l'on répond à 2.270 : 1.000 francs à 2.290 et à 2.310 j'aurai fait une opération en blanc ; si l'on répondait au-dessus de 2.310 je perdrais.

Ainsi en hausse, je commencerai à perdre à 2.310 : ce cours est la limite de perte en hausse.

Le spéculateur qui achète ferme et vend en quan-

tité supérieure, doit surveiller sans cesse sa position pour se défendre au besoin par une contre-opération avantageuse ; aussi serait-il trop long, à chaque variation de cours, de recommencer les calculs que nous venons d'indiquer. Il a à sa disposition un moyen pratique qui lui permet de calculer ses risques une fois pour toutes, en connaissant très exactement sa perte ou son bénéfice à chaque oscillation des cours, c'est *l'Echelle*, tableau récapitulatif ainsi nommé, parce que cours, positions et différences y sont superposés les uns et les autres au fur et à mesure des variations éventuelles.

Nous allons reprendre l'exemple donné plus haut :

Acheteur ferme de 50 Rio à 2.150, contre vente de 100 à 2.230/20 en liquide.

Le premier soin doit être de rechercher la limite de perte en baisse, c'est-à-dire le prix à partir duquel je commencerai à perdre sur mon achat ferme, en toutes primes abandonnées.

J'ai vendu 100 Rio à prime d/20, c'est 2.000 francs d'acquis en cas d'abandon ; étant acheteur de 50 Rio ferme à 2.150, si je déduis ces 2.000 francs du montant de mon achat, c'est comme si j'étais acheteur de 50 Rio à 2.110 ; le prix de 2.110 est bien ma limite de perte en baisse. Au-dessous de ce cours, par chaque 2 francs de recul, je perdrais 100 francs et par chaque 10 francs, 500 francs.

Voyons maintenant ce qui arrivera au-dessus.

Connaissant exactement ma limite en baisse, je dresse mon échelle, et je dis :

2.110 acheteur de 50 Rio..... Bénéfice nul
2.120 » 50 Rio..... » 500 francs.

En pratique, on remplace le mot bénéfice par le signe + et le mot perte par le signe — .J'écrirai donc :

2.110 A 50 Rio = 0

2.120 A 50 » + 500	2.170 A 50 Rio + 3.000
2.130 A 50 » + 1.000	2.180 A 50 » + 3.500
2.140 A 50 » + 1.500	2.190 A 50 » + 4.000
2.150 A 50 » + 2.000	2.200 A 50 » + 4.500
2.160 A 50 » + 2.500	2.210 V 50 » + 5.000

Le cours de 2.210 est le meilleur cours, puisque c'est ici que mon bénéfice est le plus élevé. A 2.210 mes 100 Rio vendus à 2.230/20 sont levés, j'étais acheteur de 50, me voici par conséquent vendeur de 50 et le bénéfice diminue de 500 francs par 10 francs de hausse, puisque j'avais calculé les primes vendues comme gagnées en les supposant abandonnées.

2.220 V. 50 Rio + 4.500	2.280 V. 50 Rio + 1.500
2.230 V. 50 » + 4.000	2.290 V. 50 » + 1.000
2.240 V. 50 » + 3.500	2.300 V. 50 » + 500
2.250 V. 50 » + 3.000	2.310 V. 50 » = 0
2.260 V. 50 » + 2.500	2.320 V. 50 » — 500
2.270 V. 50 » + 2.000	2.333 V. 50 » — 1.000

Le cours de 2.310 est ma limite de perte en hausse.

Avec cette échelle sous les yeux, je saurai toujours où j'en suis et à l'heure de la réponse des primes, je liquiderai sans avoir besoin d'aucun calcul.

Les chances favorables d'un marché de ce genre sont subordonnées à une condition essentielle, à savoir que les variations ne soient pas très considérables.

L'achat ferme contre double à prime est la proportion la plus dangereuse.

B. — *Opération dite à cheval en même temps à la hausse et à la baisse, par vente ferme, contre achat du double à prime*, etc. — Je vends ferme et j'achète à prime le double, le triple, etc., c'est l'inverse de l'opération précédente.

Je vends ferme 15.000 francs de rente 3 o/o à 95,25, soit en capital 476.250 et j'achète en même temps à prime le double, soit 30.000 francs de rente à 95,85 dont 25 centimes fin courant et exposant au maximum 4.250 francs ; mon plus mauvais cours de réponse étant 95,60.

Dans ce genre de marché, l'inverse du précédent, il faut chercher le plus faible écart possible et acheter la prime la plus légère. Ici, nous avons réussi à opérer avec un écart de 60 centimes sur les primes dont 25 centimes.

Il résultera de ces engagements que :

1° En baisse, je ne commencerai à gagner sur ma vente qu'au cours de 94,75, car si la réponse se fait à ce prix, je débourse 2.500 francs de primes abandonnées qui sont couverts par le bénéfice sur ma vente de 95,25 à 94,75, si je me rachète à ce dernier prix. En effet :

Vendu 15.000 fr. de rente à 95.25	476.250 fr.
Acheté 15.000 fr. de rente à 94.75	473.750 fr.
Différence	2.500 fr.
Dont à déduire :	
Primes abandonnées sur 30.000 francs de rente à 95,85/25	2.500 fr.
Bénéfice	Nul.

2° Dans le cas inverse, si la hausse survient, je commencerai à être en bénéfice au-dessus de 96,45 ; j'ai d'une part :

Vendu ferme 15.000 francs de rente 3 o/o à 96,25	476.250 fr.
Vendu ferme 15.000 francs de rente 3 o/o à 96,45 pour liquider les primes levées	482.250 fr.
Total	958.500 fr.
Le tout a été acheté à 95,85 primes levées	958.500 fr.
Résultat au cours de 96,45	Nul.

Etant donné que la rente vaut 95 fr. 25 le jour de la vente ferme, il faudra, pour que l'opération soit avantageuse, une baisse d'au moins 50 centimes ou une hausse de plus de 1 fr. 20. Si j'avais réussi à faire mon opération avec 30 centimes d'écart seulement, 60 centimes de hausse me mettraient à flot.

Les avantages de cette combinaison sont les suivants :

A. — Je suis d'abord en position de gagner en hausse et en baisse ; de là l'expression *à cheval.*

B. — Je limite ensuite ma perte qui est dans ce cas de 4.250 francs en baisse comme en hausse.

C. — Enfin mon bénéfice est illimité, si un fort mouvement se produit en baisse comme en hausse.

Mais elle a aussi son mauvais côté :

Comme on l'a vu, je ne puis bénéficier que des oscillations dépassant 1 fr. 70, puisque je serai en perte tant que la rente restera stationnaire ou ne variera qu'entre les cours extrêmes de 94 fr. 75 et 96 fr. 45.

Les déplacements de cours de grande envergure étant l'exception, il ne faut avoir recours à ce genre d'opération que lorsque de graves événements menacent la Bourse, ou bien, si la commotion une fois produite, on tient à se garer à la fois contre un retour violent en hausse et contre une rechute accidentelle.

Supposons que la forte baisse arrive, si les causes qui ont provoqué cette baisse subsistent encore, je ferai bien de renouveler cette même opération, mais en achetant cette fois le triple ou le quadruple à prime, pour augmenter mes chances de bénéfice en hausse, parce qu'après une forte baisse, la réaction est infaillible dans un délai rapproché.

Echelle. — Reprenons maintenant l'exemple précédent et appliquons-lui le système pratique de l'Echelle, dont le spéculateur doit se servir pour connaître sa situation à chaque déplacement de cours.

J'ai vendu ferme 15.000 francs de rente 3 o/o à 95 fr. 25 et acheté par contre 30.000 francs de rente 3 o/o à 95,85/25 fin courant.

Le principe fondamental est de supprimer toutes

les primes abandonnées, ici 30.000 francs de rente dont 25, constituent 2.500 francs de perte en cas d'abandon.

Ensuite comme j'ai vendu ferme 15.000 francs de rente 3 o/o à 95 fr. 25 soit en capital. . 476.250 fr.
je déduis du ferme le montant de
ces primes à payer, soit 2.500

Il reste . . . 473.750 fr.

Cette somme représente le capital de la rente vendue, en divisant par 15.000, j'obtiens le prix de 1 franc de rente, que je multiplie par trois pour connaître celui de 3 francs, soit 94 fr. 75.

A ce cours de 94,75 je commence à gagner en baisse ; connaissant cette limite je dresse mon échelle, me souvenant qu'au-dessous de 94 fr. 75, 2 centimes de baisse représentent un bénéfice de 100 francs; pour connaître la perte aux cours supérieurs, je dis:

94 fr. 75 vendeur de 15.000 3 o/o bénéfice nul

Plus je me rapprocherai du pied des primes achetées, plus la perte s'aggravera.

94,75 V. 15.000 =	0	94,83 V. 15.000 —	400
94,77 V. 15.000 —	100	94,85 V. 15.000 —	500
94,79 V. 15.000 —	200	94,87 V. 15.000 —	600
94,81 V. 15.000 —	300	94,89 V. 15.000 —	700

Pour abréger, je saute par 10 centimes :

95 V. 15.000 —	1.250	95,40 V. 15.000 —	3.250

95,10 V. 15.000 — 1.750
95,20 V. 15.000 — 2.250
95,30 V. 15.000 — 2.750
95,50 V. 15.000 — 3.750
95,60 V. 15.000 — 4.250

9.560 est la limite à laquelle les 30.000 francs dont 25 à 95,85 sont levés ; je deviens donc acheteur de 15.000 francs de rente : et ma perte s'atténuant :

95,70 A. 15.000 — 3.750
95,80 A. 15.000 — 3.250
95,90 A. 15.000 — 2.750
96 A. 15.000 — 2.250
96.45 A. 15.000 = 0
96,10 A. 15.000 — 1.750
96,20 A. 15.000 — 1.250
96.30 A. 15.000 — 750
96,40 A. 15.000 — 250

Limite de la perte en hausse : 96,45.

96,50 A. 15.000 + 250
96.60 A. 15.000 + 750
96.70 A. 15.000 + 1.250
96,80 A. 15.000 + 1.750
96.90 A. 15.000 + 2.250
97 A. 15.000 + 2.750

et ainsi de suite à raison de 500 francs de bénéfice par 10 centimes de hausse.

Le côté pratique de cette échelle est considérable ; le spéculateur n'est jamais désorienté et entre les deux limites de perte en baisse et en hausse, il saura toujours où il en est.

La combinaison à cheval est excellente quand on prévoit de gros mouvements, mais détestable si la Bourse reste stationnaire, à moins d'opérer du jour au lendemain sur des primes dont 10 centimes ou dont 5 centimes, qui ont un faible écart, ou de savoir

se dégager à temps, en rachetant son ferme et en revendant ses primes.

C. — *Achat à prime et vente à prime en quantité égale ou supérieure.* Ces combinaisons ont l'avantage de restreindre les pertes, mais n'offrent de bénéfices importants qu'à la condition d'être renouvelées souvent.

Elles reposent sur ce fait que plus la prime est forte, moins l'écart en est grand. Ainsi la prime dont 1 franc est moins chère que la prime dont 50 centimes et celle-ci moins chère que celle dont 25 centimes. De même pour les valeurs entre les primes d/40, dt 20, d/10 etc.

Leur jeu peut être analysé dans l'ordre suivant :

A. — *Opérations à la hausse* (risques limités). J'achète les grosses primes et je vends les petites.

B. — *Opérations à la baisse* (risques limités). Je vends les grosses primes et achète les petites.

C. — *Opérations à la hausse et à la baisse*: 1° Je vends les grosses primes et achète les petites en quantités supérieures (risques limités).

2° J'achète les grosses primes et vends les petites en quantités supérieures (risques inconnus).

Il n'est pas utile d'insister davantage sur ces dernières opérations, les exemples précédents, auxquels il suffira de se reporter, leur servant de plus amples explications.

Remarque. — Les primes pour le lendemain donnent lieu aux mêmes combinaisons que les primes de quinzaine et de fin de mois avec cette simple

différence que les écarts sont moins grands, le temps pendant lequel ces primes courent n'étant que de vingt-quatre heures.

Section III

L'Echelle de primes et la manière de la défendre

On nomme *Echelier* le spéculateur qui fait le commerce des primes.

L'Echelle des primes est la combinaison des différentes opérations traitées sur le marché pour bénéficier des variations de cours, des changements dans les écarts de primes, de manière à assurer ou augmenter un bénéfice, à faire disparaître ou à atténuer un risque.

De prime abord, on se demande quelles puissantes raisons peuvent pousser tant de gens à s'exposer à des pertes qui peuvent être considérables, alors qu'ils savent ne devoir réaliser qu'un bénéfice délimité ; mais à la réflexion, on s'aperçoit que le vendeur de primes à découvert a la presque certitude d'un bénéfice constant, s'il reste dans la limite de ses moyens.

« Les Compagnies d'assurance qui, moyennant une prime à peine sensible, assurent pour une valeur de plusieurs millions un navire, les immeubles ou les mobiliers, la vie des personnes, courent de gros risques, car des vaisseaux se perdent, des immeubles

brûlent et tout le monde meurt, les assurés comme les autres. Ces Compagnies paient la valeur des navires perdus, des maisons incendiées, le montant de la somme assurée au décès, ce qui ne les empêche nullement de distribuer chaque année à leurs actionnaires de superbes dividendes, car leurs tables de probabilité établissent d'une façon mathématique la valeur des risques courus, lesquels sont couverts au delà par le montant des primes qu'elles se font payer.

« Les calculs des probabilités sont d'autant plus vrais qu'ils sont appuyés sur un grand nombre de chiffres... Or, l'expérience, à la Bourse, a démontré que les grands mouvements sont l'exception... Ainsi *le spéculateur qui vend régulièrement des primes* réalise pendant onze mois, en moyenne, des bénéfices qui seront plus ou moins entamés dans le douzième mois, où se produiront les grands mouvements (que, du reste, il est parfois en mesure de prévoir); de même façon une Compagnie d'assurance touche continuellement des primes, jusqu'à ce qu'un sinistre l'oblige à restituer partie de son gain. » (1).

L'échelle de primes peut être à *risques limités* ou à *risques illimités*. Chaque spéculateur a sa manière de procéder, mais quelle que soit la combinaison adoptée, elle revient toujours soit à une *échelle de*

---

1. Robert-Milles. *La Grammaire de la Bourse*, 5e édition, p. 334.

primes sans engagement ferme, soit à une *échelle de primes combinées avec des engagements fermes.*

A. — *Echelle de primes sans engagement ferme.*

Il s'agit ici d'opérations de primes contre primes.

Quand j'achète 50 Rio à 2.280/40, les vendant à 2.315/20, je fais une échelle qui me donnera un bénéfice à tel cours, m'occasionnera une perte à tel autre, me fera liquider enfin à tel autre soit en baisse, soit en hausse.

En effet :

J'achète 50 Rio à prime d/40, exposant..... 2.000 fr.
Je vends autant à prime d/20, je gagnerai en
baisse si les primes sont abandonnées..... 1.000 fr.
Mon maximum de perte est donc ..... 1.000 fr.

Ensuite, étant acheteur de 50 Rio à 2.280/40 c'est à 2.240 que je lèverai, tandis que vendeur à 2.315/20, on me lèvera à 2.295 ; ce sont les limites de primes.

Acheté	Vendu
50 Rio à 2.240	50 Rio à 2.295

Et je dresse mon échelle en disant :

2.240 A. 50 Rio — 1.000 fr.

ou bien liquidé si la réponse se fait à 2.240 et que j'abandonne :

2.250 A. 50 — 500	2.280 A. 50 + 1.000
2.260 A. 50 = 0	2.290 A. 50 + 1.500
2.270 A. 50 + 500	2.295 liquidé + 1.750

A 2.296, mon tableau m'indique vendeur de 50 Rio, donc je suis liquidé.

Reprenant le même exemple, je puis le compliquer à l'infini selon les tendances du marché ; dans une période calme, je vendrai le double, le triple, etc., à prime d/20 ; en période mouvementée, je vendrai quand même en double, mais me couvrirai par un achat simple d/10 ; enfin, si le marché me semble à la baisse, je vendrai la grosse prime au lieu de l'acheter, et j'achèterai la prime d/20 au lieu de la vendre, en plus ou moins grande quantité, suivant la somme à exposer.

Le 1er du mois, je veux commencer mon échelle en l'orientant dans le sens de la hausse ; comme on cote ferme 2.210, j'achète 50 Rio à 2.250 d/40 que je revends immédiatement en double à prime d/20 soit en vendant 100 Rio à 2.285/20.

Survient un moment de reprise : le Rio monte le 5 courant à 2.260 ; la prime vendue à 2.285 est déjà menacée et je dois songer à la couvrir. Pour cela, je m'empresse d'acheter 50 Rio à 2.290/40, vendant 100 Rio à 2.315/20 ; mais comme je veux limiter ma perte en hausse, puisque cette nouvelle opération me met vendeur de 100 Rio, je me couvre immédiatement en achetant 100 Rio à 2.330/10 et j'attends un jour ou deux pour voir ce qui va se produire, afin de faire au besoin une nouvelle opération pour améliorer ma position. Je dresse mon échelle de la façon suivante :

I. — *Calcul de la position, toutes primes supposées abandonnées*

Je fais le calcul de ma position comme si toutes les primes étaient abandonnées, en me débitant de celles que j'ai achetées et me créditant de celles vendues

1er du mois	acheté	50 Rio d/40	soit en primes..	2.000 fr.
5	»	50 Rio d/40	»	2.000 fr.
5	»	100 Rio d/10	»	1.000 fr.
			Total à mon débit..	5.000 fr.
1er du mois	vendu	100 Rio d/20	soit en primes..	2.000 fr.
5	»	100 Rio d/20	»	2.000 fr.
			Total à mon crédit..	4.000 fr.

La différence entre le débit et le crédit accuse une perte de 1.000 francs.

II. — *Tableau*

Comme je viens de supposer toutes les primes abandonnées, en me créditant de celles vendues et en me débitant de celles achetées, je me trouve acheteur et vendeur à mes limites de primes, c'est-à-dire aux cours auxquels j'ai acheté ou vendu déduction faite du montant de la prime. Je me fais alors un tableau des limites de primes en partant du plus bas prix :

Achats	Cours	Ventes
50	2.210	
50	2.250	
	2.265	100
	2.295	100
100	2.320	

III. — *Echelle*

A l'aide de ce tableau, je dresse enfin mon échelle en disant :

2.200 je suis liquidé — 1.000 francs.

Mon tableau m'indique qu'au-dessous de 2.210 je suis liquidé, tandis qu'à 2.210, je suis acheteur de 50.

A 2.265, je suis au tableau vendeur de 100 qui liquident l'échelle.

De 2.265 à 2.295 le premier cours que je rencontre au tableau, mon bénéfice restera de 2.500 francs.

Je saute à :

2.210	A.	50 —	1.000 fr.
2.220	A.	50 —	500
2.230	A.	50 =	0
2.240	A.	50 +	500
2.250	A.	100 +	1.000
2.260	A.	100 +	2.000
2.265	liquidé	+	2.500

2.295	V.	100 +	2.500 fr.
2.300	V.	100 +	2.000
2.310	V.	100 +	1.000
2.320	V.	100 =	0

A 2.320 mon tableau m'indique acheteur de 100 Rio ce qui liquide l'échelle.

Mon échelle une fois établie, je dois la *raisonner ;* ma meilleure position est de 2.300 à 2.260, si la réponse se fait entre ces deux cours, je gagne

2.500 francs. Ma plus mauvaise position est en baisse à 2.230 et au-dessous et en hausse à 2.320 et au-dessus. Le cours de réponse des primes m'est inconnu ; je ne dois même pas chercher à l'entrevoir, je dois seulement m'efforcer d'arranger mon échelle de façon qu'elle gagne plus ou moins à tous les cours ; mais en tout cas qu'elle ne perde pas : cela s'appelle *fortifier les points faibles*.

Le dernier exemple que nous venons de donner sur le Rio a été supposé accompli dans la quinzaine pour faciliter la compréhension, car, en réalité, les échelliers font courir leurs opérations sur plusieurs réponses de primes.

Essayons une échelle sur la rente française 3 o/o, dont la liquidation ne se fait qu'une fois par mois, nous aurons plus de combinaisons possibles pendant cet intervalle.

Le 1er du mois, la rente 3 o/o est à 95, j'achète 6.000 à 95,25/50 que je revends immédiatement en double dont 25 soit en vendant 12.000 à 95,55/25.

Survient un moment de reprise, le 7 le 3 o/o monte à 95,40, je couvre ma prime vendue à 95,55 en achetant 6.000 à 95,60/50, vendant 12.000 à 95,85/25 ; comme je suis vendeur de 12.000 pour limiter ma perte j'achète 12.000 à 96/10.

La rente continue sa hausse et s'enlève à 95,85 le 15 courant, les écarts se détendent de plus en plus à mesure qu'on approche de la fin du mois, je profite de cette occasion pour améliorer le bas de l'échelle et à cet effet, je vends 12.000 à 96,10/25.

Un léger mouvement de réaction se produit, j'en profite pour acheter le 19 courant 18.000 à 96,15/10 ; puis contre toute attente, on remonte et le 24 courant la rente 3 o/o s'établit à 96,25 ; comme j'ai acheté dans la dernière affaire 6.000 de plus d/10, je revends 12.000 d/25 à 96,45, et je rachète le 26, 6.000 à 96,55/10.

J'établis ainsi mon échelle :

I. — *Calcul de la position toutes primes supposées abandonnées*

Je cherche d'abord combien, au bas de l'échelle, je gagne ou je perds, toutes mes primes étant abandonnées.

Je porte les primes achetées à mon débit :

1er du mois	acheté	6.000 3 o/o d/50	1.000 fr.
7	»	6.000 3 o/o d/50.....	1.000 »
7	»	12.000 3 o/o d/10.....	400 »
19	»	18.000 3 o/o d/10.....	600 »
26	»	6.000 3 o/o d/10.....	200 »
		Total à mon débit :	3.200 fr.

Je porte les primes vendues à mon crédit :

1er du mois	vendu	12.000 3 o/o d/25.....	1.000 fr.
7	»	12.000 3 o/o d/25.....	1.000 »
15	»	12.000 3 o/o d/25.....	1.000 »
24	»	12.000 3 o/o d/25.....	1.000 »
		Total à mon crédit :	4.000 fr.

La différence entre le débit et le crédit accuse un bénéfice de 800 francs.

II. — *Tableau*

Sur ce tableau doivent figurer les limites des opérations à prime :

Achats	Cours	Ventes
6.000	94,75	
6.000	95,10	
	95,30	12.000
	95,60	12.000
	95,85	12.000
12.000	95,90	
18.000	96,05	
	96,20	12.000
6.000	96,45	

III. — *Echelle*

94,72 1/2 liquidé + 800 fr. Je saute à 95.60

94,75 A.	6.000	+ 800 »	95,60 V.	12.000	+ 2.300
94,80 A.	6.000	+ 900 »	95,65 V.	12.000	+ 2.100
94,85 A.	6.000	+ 1.000 »	95,70 V.	12.000	+ 1.900
94,90 A.	6.000	+ 1.100 »	95,75 V.	12.000	+ 1.700
94,95 A.	6.000	+ 1.200 »	95,80 V.	12.000	+ 1.500
95 » A.	6.000	+ 1.300 »	95,85 V.	24.000	+ 1.300
95,05 A.	6.000	+ 1.400 »	95,90 V.	12.000	+ 900
95,10 A.	12.000	+ 1.500 »	95,90 V.	12.000	+ 700
95,15 A.	12.000	+ 1.700 »	95,95 V.	12.000	+ 500

95,20	A.	12.000 + 1.900 »	96 »	V.	12.000 + 300
95,25	A.	12.000 + 2.100 »	96,05	A.	6.000 + 100
95,30	liquidé	+ 2.200 »	96,10	A.	6.000 + 200
96,15	A.	6.000 + 300 »	96,35	V.	6.000 + 100
96,20	V.	6.000 + 400 »	96,40	V.	6.000 = 0
96,25	V.	6.000 + 300 »	96,45	liquidé	— 100
96,30	V.	6.000 + 200 »			

Il semble de prime abord qu'il y ait dans cette échelle beaucoup de travail, mais la pratique donne rapidement une très grande habileté, surtout dans des opérations complexes sans doute, mais très attachantes en raison de leurs variations infinies.

I. — *Echelles de primes avec engagements ferme*

C'est dans l'*écart* que réside la base du bénéfice que peut réaliser le spéculateur qui fait des échelles combinées avec du ferme. Il commence ses opérations au début du mois, alors que l'écart est le plus grand et les poursuit durant tout ce mois pendant lequel l'écart diminue progressivement jusqu'au jour de la réponse des primes où il a complètement disparu.

Le spéculateur pourra donc vraisemblablement terminer son opération avec bénéfice dans le cours du mois ; lorsque les primes seront très offertes, il vendra une partie du ferme acheté et achètera les primes offertes à bas prix ; il pourra ainsi, dès que l'écart se tendra de nouveau, faire l'opération inverse en achetant du ferme et en revendant des primes.

Après avoir ainsi opéré, le faiseur d'échelles peut n'avoir presque rien à redouter de la hausse la plus importante ; seule, une baisse considérable pourrait amoindrir ses bénéfices. Dans ce dernier cas, il vendra d/40 ou d/50 s'il s'agit de rente, et achètera des primes d/20 ou d/25, *il vendra la grosse et achètera la petite*. Survienne la hausse, ses gains diminueront, mais en cas de baisse, la limite du cours de perte sera étendue.

Si sa position est moins favorable en cas de hausse qu'en cas de baisse, il aura recours à l'opération contraire : *il achètera la grosse et vendra la petite*.

Deuxième exemple, — Le 1er juin, j'achète 18.000 de rente 3 o/o ferme à 94,65 en vendant par contre 9.000 à 95,25/25 et 9.000 95/50.

Les Bourses du 2, du 3, du 4 et du 5 se passent à peu près sans affaires et sans mouvements. Aussi l'écart des primes diminue d'une façon sensible, malgré une petite reprise qui se produit et le 6, je vends 12.000 ferme à 94,75 et achète par contre 6.000 à 94,90/50 et 6.000 à 95,10/25.

Dans cette seconde opération, je diminue mes engagements et je réalise un léger bénéfice sur le ferme acheté et sur les primes vendues, ce bénéfice ne m'étant acquis que le jour où les primes seront levées.

Un vif mouvement de recul venant à se produire j'achète 12.000 ferme à 94,50 vendant 9.000 à 94,95/25 et 9.000 à 94,80/50.

Dans cette troisième opération, j'ai vendu

6.000 francs de rente à prime de plus que je n'ai acheté de ferme, et je me dis ceci :

En cas de baisse persistante, ma rente me revient à bien meilleur marché ; en cas de hausse, je gagnerai en outre les écarts sur les primes rachetées dans ma deuxième opération, de sorte que je ne risque que d'être vendeur de 6.000 francs de rente à un cours très élevé.

La baisse continuant, je trouve occasion de racheter les 6.000 de primes vendues en plus à 94,70/25.

Je construis mon échelle.

B. — *Position du ferme toutes primes abandonnées*

Dates	Achats	Débit
—	—	—
1er	18.000 3 o/o à 94,65 ferme	567.900 fr.
6	6.000 » 94,90/50	1.000
	6.000 » 95,10/25	500
8	12.000 » 94,60 ferme	378.000
	6.000 » 94,70/25	500
		947.900 fr.

Dates	Achats	Crédit
—	—	—
1er	9.000 3 o/o à 95/50	1.500 fr.
	9.000 » 95,25/25	750
6	12.000 » 94,75 ferme	379.000
8	9.000 » 94,95/25	750
	9.000 » 94,80/50	1.500
		383.500 fr.

La différence entre le débit et le crédit, soit 564.400 représente le prix de 18.000 francs de rente ; on obtiendra le cours auquel je suis acheteur de cette rente par la proportion suivante :

$$18.000 : 564.400 :: 3 : x$$

$$\text{d'où : } \frac{564.400 \times 3}{18.000} = 94{,}06$$

Toutes les primes supposées abandonnées, je suis donc acheteur de 18.000 francs de rente à 94,06, cours qui sera la base de mon échelle.

II. — *Tableau des opérations à prime, déduisant des cours le montant des primes*

Achats	Cours	Ventes
	94,30	9.000
6.000	94,40	
6.000	94,45	
	94,50	9.000
	94,70	9.000
6.000	94,85	
	95 »	9.000

Je dresse mon échelle à l'aide de ce tableau, me souvenant que 5 centimes correspondent à 50 francs par 3.000 francs de rente et en prenant comme base le cours de 94,06, auquel je suis acheteur de 18.000 francs de rente ; au-dessous de ce cours, je perdrai 150 francs par chaque 2 centimes 1/2 de baisse, et le calcul qui va suivre m'indiquera ce qu'il arrivera au-dessus.

III. — *Echelle.*

94,06	A.	18.000 = 0	94,55	A.	12.000 + 2.640
94,10	A.	18.000 + 240	94,60	A.	12.000 + 2.840
94,15	A.	18.000 + 540	94,64	A.	12.000 + 3.040
94,20	A.	18.000 + 840	94,70	A.	3.000 + 3.240
94,25	A.	18.000 + 1.140	94,75	A.	3.000 + 3.290
94,30	A.	9.000 + 1.440	94,80	A.	3.000 + 3.340
94,35	A.	9.000 + 1.590	94,85	A.	9.000 + 3.390
94,40	A.	15.000 + 1.840	94,90	A.	9.000 + 3.540
94,45	A.	21.000 + 2.090	94,95	A.	9.000 + 3.690
94,50	A.	12.000 + 2.440	95 »		liquidé + 3.840

Ma position ainsi fractionnée, je vois immédiatement de combien je reste acheteur à chacun des cours qui se présentent ; en admettant que ces cours fussent ceux de la réponse des primes, quel serait mon bénéfice.

Je sais qu'au-dessous de 94,06, je commence à perdre et qu'au-dessus de 95 la hausse future ne m'intéresse plus, me trouvant liquidé à ce cours avec un bénéfice de 3.840 francs.

Mes efforts doivent tendre à améliorer, au cas de baisse possible, ma position qui n'offre des avantages qu'en cas de hausse.

Je profite de ce qu'à un moment déterminé, l'écart entre les primes D/50 et les primes D/25 n'est que de 10 centimes, et j'achète 24.000 francs de rente à 94, 75/25, vendant simultanément 18.000 à 94,65/50.

S'il survient une baisse, je touche 3.000 francs pour prime d/50 abondonnée et paie 2.000 francs

pour mes primes d/25 achetées. Bénéfice : 1.000 frs ce qui abaisse le prix de mes 18.000 francs de rente ferme à 93,90 au lieu de 94,06.

S'il se produit une hausse, mon bénéfice se trouve diminué de 600 francs qui représentent la différence entre 18.000 vendus à 94,65/50 et 18.000 achetés à 94,75/25.

A partir de 95,05 cette opération me devient profitable, parce que je commence à gagner ainsi sur mes 18.000/25.

Tel est, largement esquissé, le mécanisme fondamental de l'échelle des primes ; nous ne saurions indiquer ici toutes les ressources que peuvent offrir les incessantes oscillations de hausse et de baisse qui alternent dans les Bourses mouvementées.

Il nous aura suffi d'esquisser les résultats que peuvent donner des opérations qui procurent une certitude de bénéfice à ceux qui savent en user sagement dans les périodes d'accalmie.

Section IV

Le Stellage

Le stellage, combinaison d'origine allemande, (stellgeschœft) est une opération à double effet dans laquelle le *vendeur* ou *donneur* s'engage soit à prendre, soit à livrer à son *acheteur* ou *preneur*, au gré de celui-ci, une certaine quantité de titres. Ce der-

nier pourra se porter acheteur ou vendeur des titres convenus, sans payer aucune indemnité, mais sera *tenu* de se prononcer pour l'un ou l'autre engagement.

C'est donc une combinaison *ferme à cheval*, dans laquelle le risque du preneur est connu par avance et par suite limité. Le cours intermédiaire entre les deux cours du stellage (vendeur dans le bas, acheteur dans le haut) marque le maximum de perte de l'acheteur. Au-dessus ou au-dessous de ce cours intermédiaire, la perte ira en s'atténuant ; si le cours dépasse les limites du stellage, le bénéfice sera illimité.

Quant au donneur ou vendeur de stellage, le risque qu'il court est illimité. Il reste lié pour toute la durée du contrat à l'expiration duquel à une heure et demie, le preneur doit lui déclarer s'il lève ou livre les titres. Si le preneur lève, le donneur doit livrer les titres au plus haut cours ; il devient vendeur. Si le premier livre, le donneur doit prendre livraison au plus bas cours ; il devient acheteur.

Le donneur connaît donc par avance le gain maximum qu'il peut réaliser, mais il ignore jusqu'à l'heure de la liquidation ce qu'il peut perdre.

Il trouve toutefois une compensation à cet état de choses, dans l'écart entre les cours acheteur et vendeur. Cet écart qui se tend ou se détend suivant les échéances et selon la loi de l'offre et de la demande, constitue pour le donneur une couverture appréciable qui ne deviendrait insuffisante qu'en présence de

mouvements exceptionnels contre lesquels il lui est d'ailleurs facile de se prémunir.

Le donneur de stellage aura donc intérêt, à l'inverse du preneur, au maintien constant des cours.

Au jour de la réponse, il reçoit la déclaration du preneur et devient, selon les circonstances, acheteur ou vendeur ferme ; sa position sera dès lors liquidée comme celle des engagements fermes.

Ceci dit, précisons par un exemple :

Sur le cours du ferme de 2.325 nous voyons le stellage fin courant coté sur le Rio Tinto 2.260-2.390.

Cela veut dire que le preneur d'un stellage de 25 Rio a, dans ces conditions, le droit de lever 25 Rio à 2.390 ou de livrer 25 Rio à 2.260 au terme convenu, l'écart entre les prix extrêmes étant de 130 francs.

Le risque du preneur sera de 65 francs par titre sur le cours moyen du stellage de 2.325, cours qui est identique à celui du ferme au jour de l'engagement.

L'échelle de ce stellage pour le preneur sera la suivante :

fin courant	Vendeur de 25 Rio à 2.260. ou bien Acheteur de 25 Rio à 2.390.

Si j'opte à 2.260 et au-dessous pour la position vendeur, je gagne 25 francs par chaque franc de recul à partir de ce cours, et je dis :

2.200 V. 25 Rio à 2.260 + 1.500 fr.
2.210 V. 25 » + 1.250
2.220 V. 25 » + 1.000
2.230 V. 25 » + 750
2.240 V. 25 » + 500
2.250 V. 25 » + 250
2.260 V. 25 » limite de perte en baisse
2.270 V. 25 » — 250
2.280 V. 25 » — 500
2.290 V. 25 » — 750
2.300 V. 25 » — 1.000
2.310 V. 25 » — 1.250
2.320 V. 25 » — 1.500
2.325 V. 25 » — 1.625

A partir de 2.325, cours moyen du stellage, j'oriente vers le droit de lever à 2.390, que j'ai intérêt d'exercer puisque la perte va en décroissant au fur et à nesure que l'on monte.

2.330 A. 25 Rio à 2.390 — 1.500 fr.
2.340 A. 25 » — 1.250
2.350 A. 25 » — 1.000
2.360 A. 25 » — 750
2.370 A. 25 » — 500
2.380 A. 25 » — 250
2.290 A. 25 » limite de perte en hausse.

Au-dessus du prix d'achat, je commence à gagner :

2.400 A. 25 Rio à 2.390 + 250
2.410 A. 25 » + 500

2.450 A. 25	»	+ 1.500
2.500 A. 25	»	+ 2.750

Ce tableau nous indique que la perte est limitée à un maximum de 1.625 au cours de 2.325, qui est le cours moyen des deux prix fixes du stellage. Dès que la cote du ferme débordera en deçà de 2.260 ou au delà de 2.390, je commencerai à gagner dans la mesure indiquée, je perdrai plus ou moins aux cours intermédiaires.

CHAPITRE III

Les marchés à prime au point de vue juridique

La validité des marchés à prime a été contestée et déniée par un grand nombre d'auteurs qui considèrent ces marchés comme illicites.

M. Bozérian, entre autres, a déclaré ces marchés simplement illégaux :

1° par leur caractère de marchés à terme ;

2° par la manière dont sont conçus les engagements ;

3° par la faculté laissée à l'acheteur d'exécuter le marché ou d'y renoncer à son gré.

Il convient d'examiner si ces trois reproches ont quelque chose de fondé.

Section I

I. — *Marché à prime illégal par son caractère de marché à terme*

Cette première objection ne peut plus être relevée depuis la loi du 28 mars 1885.

Aux termes de cette loi, en effet, « tous marchés à terme sur effets publics et autres, tous marchés à livrer sur denrées et marchandises sont reconnus légaux. Nul ne peut pour se soustraire aux obligations qui en résultent, se prévaloir de l'article 1965 du Code civil lors même qu'ils se résoudraient par le paiement d'une simple différence. »

Mais si la validité du marché à terme et par suite, celle du marché à prime n'est plus aujourd'hui contestable, elle n'en a pas moins été très vivement contestée (la dernière surtout) avant la loi de 1885 et l'étude des nombreux errements de la législation et de la jurisprudence, en cette matière, présente un intérêt qui, quoique d'ordre purement rétrospectif, n'en reste pas moins considérable.

Nous allons donc examiner avec quelques détails les diverses phases par lesquelles sont passés les marchés à prime ; nous étudierons ensuite le régime auquel ils sont soumis depuis la loi de 1885.

§ 1. — *Nullité ou validité du marché à prime avant la loi de 1885*

Une remarque s'impose avant d'aborder cette partie de notre étude.

Le législateur et les tribunaux ont toujours employé, en cette matière, des expressions d'une très grande élasticité ; les mots « marchés, négociations, donneurs d'ordres », toujours pris dans un sens très

général ont laissé aux spéculateurs une entière latitude pour varier leurs combinaisons, tout en se couvrant de la protection des textes.

Les décrets, règlements et lois n'ont jamais distingué entre les marchés ferme et les marchés à prime, englobant ces deux marchés sous la dénomination plus large de marchés à terme. C'est donc en nous plaçant à ce même point de vue général que nous allons nous occuper dans cette première section de la nullité ou de la validité du marché à terme avant la loi de 1885 ; la nullité ou la validité du marché à prime devant en découler tout naturellement.

De la légalité du marché à terme jusqu'à la loi de 1885. — Les marchés à terme d'effets publics ont fixé d'une manière particulière l'attention du législateur.

Il en est résulté une législation spéciale qui, sous l'influence des circonstances, a voulu tantôt les empêcher entièrement, tantôt les subordonner à certaines conditions plus ou moins efficaces, tantôt les entourer d'obstacles indirects.

Cette législation, assez confuse, a été diversement interprétée. Il est, en conséquence, nécessaire d'en tracer un rapide exposé et de voir à quelles controverses elle a donné lieu.

1° Législation spéciale

Première période.— *Validité des marchés à terme sous certaines restrictions.* — L'organisation moderne du crédit date chez nous de la Régence et c'est au financier écossais Law que nous devons la première banque d'émission et le titre au porteur.

Dès 1717, Law crée la *Compagnie d'Occident* au capital de 100 millions de livres, divisé en 200.000 actions au porteur. La souscription était à peine couverte, que les actions de la Compagnie avaient baissé de 200 livres. Law fit alors une opération à prime ; il acheta 200 actions à 500 livres, livrables dans six mois et versa immédiatement pour cette opération une somme de 40.000 livres (1) ; il trouva bien vite de nombreux imitateurs et ce fut un peu partout, un agiotage effréné qui conduisit à la disparition de la Banque commerciale, dont la chute entraîna un nombre incalculable de ruines, et obligea le législateur à édicter de sérieuses mesures répressives.

L'arrêt du conseil du 24 septembre 1724, a été conçu dans la pensée de supprimer les marchés à terme. Sans les prohiber, il prononce des mesures qui les rendent impraticables, enjoignant aux particuliers qui veulent acheter ou vendre des effets

1. V. de Forbonnais, *Recherches et considérations sur les finances de la France.* 1758, t. II, p. 594.

(art 29) (1) de remettre l'argent ou les effets aux agents de change avant l'heure de la Bourse, sur leur reconnaissance portant promesse de leur en rendre compte *dans le jour*. L'article 30 oblige les agents de change à se fournir, *dans le jour*, les effets ou le prix et à rendre compte à leurs clients dans le même délai de l'exécution de leur mandat. Le premier de ces articles empêche les opérations à découvert ; le deuxième interdit les marchés à terme. A la suite de cet arrêt, les opérations à terme abandonnèrent le marché et ne furent guère négociées que par des intermédiaires libres, ancêtres des coulissiers du XIX^e^ siècle.

Mais sous l'influence des besoins financiers de l'Etat, l'édit de 1724 tomba bientôt en oubli et les marchés à terme furent tolérés de nouveau. Soixante ans plus tard, le contrôleur général de Calonne, vaincu dans la lutte que les spéculateurs à la baisse avaient engagée contre ses projets financiers et désireux de constituer en offices les commissions des agents de change résolut de se débarrasser de ceux qui leur faisaient concurrence et de soumettre les marchés à terme à une discipline sévère, dans le but d'entourer d'obstacles les opérations à la baisse qui ont pour principal instrument les ventes d'effets publics

1. Article 29. « Les particuliers qui voudront acheter ou vendre des papiers commerçables ou autres effets, remettront l'argent ou les effets aux agents de change avant l'heure de la Bourse... le tout, à peine contre les agents de change de destitution et d'amende. »

à découvert et de favoriser les opérations à la hausse qui sont surtout facilitées par les achats à terme. Tel fut l'objet des arrêts du conseil des 7 août 1785, 12 octobre 1785, 22 septembre 1786.

Le premier eut pour résultat de rendre la vente à découvert impossible et de laisser au contraire une entière liberté aux achats à découvert (1).

Mais on s'aperçut bien vite qu'en paralysant la vente on paralysait l'achat, car, pour acheter, il faut bien que quelqu'un vende. D'où l'arrêt du 12 octobre qui fait une nouvelle concession aux marchés à terme en permettant de suppléer à l'obligation de la livraison et du dépôt des titres chez l'agent de change par le dépôt préalable chez un notaire des pièces probantes de la propriété. Les deux arrêts précédents n'ayant fait aucune allusion au délai dans lequel les marchés à terme devaient être exécutés, on s'aperçut que cet état de choses favorisait les marchés fictifs et l'arrêt du 22 septembre 1786, dans le but d'empêcher ces contraventions ou d'en diminuer le nombre, déclara qu'à l'avenir, « il ne pourrait être fait aucun marché d'effets publics pour être livré à un terme plus éloigné que celui de deux mois à compter du jour de sa date ». Les marchés à terme sont donc valables, pourvu que l'échéance du terme de livrai-

---

1. Arrêt du Conseil du 7 août 1785. Art. 5 : « Sont nuls, les marchés et compromis d'effets royaux et autres quelconques, qui se feraient à terme et sans livraison desdits effets ou sans le dépôt réel d'iceux, dûment constaté. » V. Thaller, *Droit commercial*, § 972.

son n'excède pas deux mois et que le vendeur opère la livraison ou le dépôt des effets, au moment de l'engagement ou tout au moins, qu'il dépose les preuves de sa propriété entre les mains d'un notaire. Mais la Révolution survint, qui, dans un accès d'hostilité contre les spéculateurs, fit, par décret du 27 juin 1793, fermer la Bourse qui ne se rouvrit que par un arrêté du 6 floréal an III.

Marchés à terme, spéculation, jeu, agiotage, sont des synonymes pour le législateur de l'époque. Il en résulte que toute mesure contre les marchés à terme est une mesure contre l'agiotage et réciproquement.

Le décret du 13 fructidor an III, considérant « que les négociations de Bourse ne sont plus qu'un jeu de primes, où chacun vend ce qu'il n'a pas acheté, ce qu'il ne voulait pas prendre, et où l'on trouve partout des commerçants et nulle part du commerce », fait défense à toute personne, « à Paris et dans toutes les places de commerce où il y a Bourse, de vendre de l'or ou de l'argent soit monnayé, soit en barres ou lingots, ou de faire des marchés qui auraient ces matières pour objet, sur les places et dans les lieux publics autres que la Bourse ». Toute personne convaincue d'avoir vendu des valeurs dont elle ne serait pas propriétaire au moment de la vente, se rend coupable d'agiotage et est passible par suite de peines très sévères (deux ans de détention, exposition publique avec écriteau portant le mot : *agioteur*, confiscation des biens au profit de l'Etat.)

La loi du 28 vendémiaire an IV, relative à la

police de la Bourse nécessite une étude plus approfondie, car c'est surtout sur elle que l'on s'est appuyé pour déclarer la nullité du marché à terme.

Cette loi établit vingt-cinq agents de change pour les négociations des lettres de change et des valeurs métalliques et fixe les heures de la Bourse de 11 heures à 1 heure pour les ventes et achats de matières et espèces métalliques, et de 1 heure à 3 heures pour les opérations de banque et les négociations de lettres de change.

« Il est défendu, dit l'article 15, chapitre Ier à toute personne de vendre ou d'acheter, ni de prêter son ministère pour aucune vente ou achat de *matières métalliques*, à terme ou à prime ; de telle sorte que les objets vendus devront être livrés et payés dans les *vingt-quatre heures qui suivront la vente.* »

D'autre part, l'article 3, chapitre II dit : « Toute négociation à terme ou à prime de lettres de change sur l'étranger est réputée agiotage », et l'article 4 ajoute : « Attendu que les marchés à terme ou à prime ont déjà été *interdits par les précédentes lois*, tous ceux contractés antérieurement au présent décret sont annulés et il est défendu d'y donner aucune suite ».

Cette loi maintient l'existence des anciens règlements en ce qui touche les marchés à terme ou à prime ; la chose est indiscutable et nul n'a songé à la discuter, mais, quels sont ces règlements auxquels se réfère la loi de vendémiaire an IV ?

C'est tout simplement, affirme M. Bozérian (1), l'arrêt de 1724, sans quoi, le législateur n'aurait point parlé seulement dans le chapitre II, article 3, des lois interdisant les marchés à terme.

Nous estimons, au contraire, que la loi de vendémiaire an IV a fait allusion aux arrêts du Conseil du Roi de 1785 et 1786 qui, en vigueur, au moment de sa publication, reconnaissent dans de certaines limites la validité des marchés à terme.

La loi de l'an IV ne prohibe point la négociation des effets publics ; mais seulement celle des valeurs métalliques et des lettres de change ; elle a pris le soin de bien le spécifier. L'achat ou la vente à terme sont, en droit, des contrats aussi licites que l'achat ou la vente au comptant, et la prohibition de semblables contrats constituerait une exception aux principes du droit. Or, toute exception doit être basée sur un texte formel et on ne saurait l'introduire ou l'étendre par voie d'induction. L'interdiction des marchés à terme n'ayant pas été spécialement mentionnée dans la loi de l'an IV, il est impossible de la suppléer.

M. Bozérian prétend encore que la prohibition des marchés à terme, découle de l'article 4, chapitre II. A envisager cet article isolément, on pourrait soutenir cette thèse, mais cet article se lie au précédent qui prononce la nullité des marchés opérés sur les lettres de change car le chapitre dont il fait partie est inti-

1. Bozérian, *La Bourse*, t. I, p. 308 et suiv., nos 273 et suiv.

tulé : *De la négociation des lettres de change.* En admettant même qu'on puisse l'invoquer, en l'espèce, il ne s'ensuit pas qu'il se réfère à l'arrêt de 1724 ; en se reportant aux lois antérieures, la loi de l'an IV fait allusion à celles sous l'empire desquelles les marchés qu'elle annule ont été contractés, et elle les annule parce que ces lois les avaient interdits.

Comment concevoir d'ailleurs, que le législateur puisse, par rétroactivité, annuler un contrat licite d'après la loi en vigueur, sous prétexte qu'une loi ancienne, tombée en désuétude, l'aurait interdit ? La loi en vigueur à cette époque, celle à laquelle on doit se référer est celle qui résulte des arrêts de 1785 et 1786. Ces arrêts ne proscrivent pas les marchés à terme ; ils en prononcent seulement la nullité lorsqu'ils ne remplissent pas les conditions par eux prescrites.

La loi du 28 vendémiaire an IV, tout comme le décret de fructidor an III, d'ailleurs, n'avait donc trait, nous ne saurions trop y insister, ni aux titres de rente, ni aux actions des sociétés ; ils visaient seulement les matières d'or et d'argent et les lettres de change et s'efforçaient de réfréner l'agiotage. Or, l'émission constante des assignats, les effets des troubles intérieurs, l'état du commerce extérieur, avaient causé une telle rareté de numéraire que l'échange des marchandises, leur vente à vil prix, ou à des prix excessifs en assignats, furent des actes que chacun taxa d'agiotage, en sorte que l'agiotage existait partout.

Un arrêté du 2 vendémiaire an IV vint exiger que tout marché conclu par un agent de change ou courtier fût proclamé à haute voix, avec indication du nom et domicile du vendeur et du dépositaire des effets ou espèces, afin que la police pût vérifier l'existence des objets vendus.

Cependant le gouvernement finit par reconnaître la nécessité de se relâcher un peu de ces rigueurs, tout en maintenant son système de répression sur l'agiotage.

L'arrêté des consuls du 27 prairial an X ouvre la Bourse à tous les citoyens, même aux étrangers ; il abroge l'obligation de désigner vendeur et acheteur et renonce à exiger que l'on justifiât des objets vendus ou achetés. Il ne contient pas de disposition prohibitive des marchés à terme ; son article 13 dit seulement : « Chaque agent de change devant avoir reçu de ses clients les effets qu'il vend ou les sommes nécessaires pour payer ceux qu'il achète, il est responsable de la livraison et du paiement de ce qu'il aura vendu et acheté. Son cautionnement sera affecté à cette garantie et sera saisissable en cas de non consommation dans l'intervalle d'une Bourse à l'autre ». L'arrêté a été suivi de la délibération de la Chambre syndicale des Agents de change de Paris du 10 fructidor an X, qui dispose, par interprétation de cet article 13, que tous les effets au porteur doivent être livrés et payés dans l'intervalle d'une Bourse à l'autre. Quant aux effets transmissibles par voie d'endossement et aux inscriptions de rentes, les seuls

délais autorisés sont ceux qui sont indispensables pour l'endossement et le transfert.

Les adversaires des marchés à terme en ont conclu que ces marchés étaient impossibles, même lorsqu'ils étaient licites, car les deux conditions essentielles de la spéculation à terme qui sont, d'une part l'acquisition ou la vente d'effets publics à découvert et d'autre part, en même temps, le dépôt différé entre les mains des agents de change des titres vendus et des sommes destinées à les payer, n'existent plus. L'agent de change doit, en effet, avoir reçu le dépôt préalable des titres et de l'argent ; les effets au porteur doivent être livrés dans l'intervalle d'une Bourse à l'autre et les effets transmissibles par voie d'endossement et les inscriptions de rentes dans les seuls délais indispensables pour l'endossement et le transfert. On en est donc réduit aux marchés au comptant, les marchés à terme étant impraticables, par suite des prescriptions draconiennes de la loi.

Cette conséquence qui serait exacte si l'arrêt de l'an X devait se combiner avec l'arrêt de 1724, ne l'est plus si l'on ne tient compte que des arrêts de 1785 et 1786, seuls en vigueur à cette époque.

L'arrêt de prairial a bien posé en principe le dépôt préalable entre les mains de l'agent de change des titres et de l'argent, mais il a également admis l'hypothèse où le dépôt n'aurait pas eu lieu, en rendant, dans ce cas, l'agent de change responsable de la

livraison et du paiement de ce qu'il aura acheté ou vendu.

De ce qui précède, il résulte, que la législation spéciale à la matière qui nous occupe, s'est efforcée d'empêcher les marchés à terme fictifs sur les effets publics, susceptibles de constituer des jeux de Bourse.

Examinons maintenant quelle fut, à cet égard, la préoccupation de la législation générale qui a suivi.

2° Législation générale

Deuxième période. — *Reconnaissance du marché à terme avec application possible du droit du jeu et du pari.* — Comme conséquence des idées qui prévalurent à l'époque consulaire les arrêts de 1724, 1785, 1786, les décrets du 13 fructidor an III, du 28 vendémiaire an IV et l'arrêté du 27 prairial an X, inspirèrent souvent les rédacteurs du Code civil, du Code de commerce et du Code pénal. Ceux-ci eurent à solutionner le problème qui consiste à unir les dispositions du droit ancien à celles du droit nouveau, dispositions parfois diamétralement opposées, en sorte que le plus grand nombre des difficultés qui sont nées de l'étude des textes relatifs aux Bourses et à leurs opérations, ont eu pour cause principale cette adaptation souvent impossible.

L'article 1965 du Code civil porte que : « La loi

n'accorde aucune action pour une dette de jeu ou pour le paiement du pari. »

L'article 1967 dit que : « Dans aucun cas, le perdant au jeu ne peut répéter ce qu'il a volontairement payé, à moins qu'il n'y ait eu, de la part du gagnant, dol, supercherie ou escroquerie. »

L'article 85 du Code de commerce à son paragraphe 3 ainsi conçu : « L'agent de change ne peut recevoir ni payer pour le compte de ses commettants. »

L'article 86 du même Code ajoute : « Il ne peut se rendre garant de l'exécution des marchés dans lesquels il s'entremet. »

Les articles 419, 421, 422 du Code pénal, portent que :

Art. 419 « Tous ceux qui, par des faits faux ou calomnieux, ont semé à dessein dans le public, par des suroffres faites au prix que demandaient les vendeurs eux-mêmes, par réunion ou coalition entre les principaux détenteurs d'une même marchandise ou denrée, tendant à ne pas la vendre, ou à ne la vendre qu'à un certain prix, ou qui, par des voies et des moyens frauduleux quelconques, auront opéré la hausse ou la baisse du prix des denrées ou marchandises ou des papiers ou des effets publics au-dessus ou au-dessous des prix qu'aurait déterminés la concurrence naturelle et libre du commerce ; seront punis d'un emprisonnement d'un mois au moins, d'un an au plus, et d'une amende de 500 à 10.000 francs. Les coupables pourront de plus être mis, par l'arrêt ou le jugement, sous la surveillance

de la haute police pendant deux ans au moins e cinq ans au plus. »

Art. 421. — « Les paris qui auront été faits sur la hausse ou la baisse des effets publics seront punis des peines portées par l'article 419. »

Art. 422. — « Sera réputée pari de ce genre toute convention de vendre ou de livrer des effets publics qui ne seront pas prouvés par le vendeur avoir existé à sa disposition au temps de la convention ou avoir dû s'y trouver au temps de la livraison. »

Les articles que nous venons d'énumérer sont les seules dispositions législatives se rattachant plus ou moins directement à la matière qui nous occupe, jusqu'à la loi de 1885. Il convient d'examiner s'il faut faire une stricte application de ces articles aux contrats innommés et spéciaux que sont les marchés à terme.

A. — *Droit civil.* — Aux termes des articles 1965 et suivants, le Code Civil n'accorde aucune action pour dette de jeu, non plus que pour le paiement d'un pari. L'article 1966 fait toutefois une exception en faveur de certains jeux d'adresse qu'il énumère.

Or, faire application de ces articles à la matière qui nous occupe, c'est supposer ou que le marché à terme, tel qu'il se pratique en Bourse, constitue un jeu-pari, ce que nous avons reconnu inexact, ou que certains marchés à terme peuvent constituer un jeu ou pari, ce que nul ne songe à contester, mais ce qui n'implique rien quant à la question générale.

Il nous paraît donc impossible de déduire de l'exis-

tence des articles précités le maintien ou l'abrogation de la législation antérieure.

B. — *Droit commercial.* — Les articles 85 et 86 du Code de Commerce n'ont point directement trait aux marchés à terme ; ils contiennent toutefois certaines dispositions qui ont paru incompatibles avec le rôle joué par l'agent de change dans le mécanisme et l'exécution de ces marchés.

L'article 85 interdit à l'agent de change « de faire dans aucun cas et sous aucun prétexte des opérations de banque et de commerce pour son compte..., de recevoir ou de payer pour le compte de ses commettants » ; l'article 86 lui défend particulièrement « de se rendre garant de l'exécution des marchés dans lesquels il s'entremet ».

« S'il est possible, dit M. Bozérian (1), de concilier cette défense avec la manière dont les marchés à terme se pratiquent, j'accepte ces marchés et je proclame leur légalité ; mais s'il est vrai d'une part que, dans ces marchés, acheteurs et vendeurs ne remettent jamais à l'agent de change, les sommes ni les titres au moment de l'engagement, de l'autre que l'agent ne peut dispenser le client de cette remise sans devenir garant de l'opération, je suis obligé de déclarer ces marchés légalement impraticables. » A l'appui de cette interprétation de fait, M. Bozérian invoque l'opinion du législateur qui se serait manifestée dans les travaux préparatoires du Code de

1. Bozérian, *La Bourse*, no 288.

commerce, par les paroles de la Commission chargée de la confection de ce Code relativement aux articles 85 et 86, par celles de M. Regnaud de Saint-Jean-d'Angely, chargé de l'exposé des motifs, qui ont déclaré très explicitement que l'agent de change devait rester entièrement *neutre* dans les opérations auxquelles il prête son ministère, et que c'est pour sauvegarder son indépendance et le préserver du danger de la spéculation que le législateur a voulu lui interdire toute espèce d'opération pour son compte, et lui a ôté même la faculté de se rendre garant des marchés qu'il conclut et d'en assurer l'exécution ; il invoque enfin les paroles plus explicites du tribun Jard Panvillier, lequel dans son rapport du 24 septembre 1807 au Corps législatif s'est écrié : « La garantie à laquelle quelques agents de change ne craignent pas de s'engager, par l'appât d'un droit de commission plus ou moins fort, pour un marché dans lequel le vendeur et l'acheteur négocient des effets qu'ils n'ont pas, et que souvent le décuple de leur fortune effective ne pourrait réaliser, compromet non seulement leur fortune et quelquefois leur honneur personnel, mais encore la réputation de leur compagnie que les hommes honnêtes qui la composent ont intérêt de conserver intacte. Nous devons espérer que la crainte d'être nécessairement poursuivis comme banqueroutiers en cas de faillite, en imposera à ceux que leur propre intérêt bien entendu n'a pu empêcher, jusqu'ici, de contracter des engagements si hasardeux, et qu'à défaut de trouver des garants

solvables, les hommes imprudents et sans consistance qui ont puisé chez les Anglais la funeste manie de ce que l'on appelle vulgairement l'agiotage, renonceront à ce jeu dangereux pour se livrer à des opérations plus honorables et plus utiles. »

L'interprétation de M. Bozérian a été combattue par certains auteurs, M. Mollot entre autres. Ce dernier prétend (1) que l'article 86 a eu en principe pour but unique d'interdire à l'agent de change la garantie directe donnée, par exemple, pour un aval sur un effet de commerce, mais que cet article n'a pas voulu interdire la garantie indirecte résultant de la responsabilité légale dont l'agent de change est tenu à raison de ses fonctions.

M. Bozérian (2) trouve cette distinction subtile et difficile à comprendre.

Lorsqu'un agent de change se rend responsable d'un client plus ou moins solvable, il fait un acte qui est tout à fait libre et volontaire ; la loi veut que l'agent n'agisse que nanti des effets ou des fonds ; s'il se conforme à cette prescription, il n'y a pas lieu à cautionnement ; s'il ne le fait pas, c'est qu'il le veut bien. Dès lors son cautionnement ou sa garantie est une conséquence de l'inobservation volontaire de la loi ; c'est donc un cautionnement, une garantie volontaires. Comment concilier cette garantie volontaire avec les paroles du tribun Jard Panvillier ?

---

1. Mollot, *Bourses de commerce*, n° 406.
2. Bozérian, *La Bourse*, n° 292.

Comment la concilier avec le secret que l'agent de change est tenu de garder vis-à-vis de ses clients, secret qui implique la possession entre ses mains de leurs titres ou de leur argent, et la possibilité toujours certaine de la réalisation du marché sans responsabilité pour l'intermédiaire ?

Pour nous, il nous paraît impossible de voir une prohibition radicale du marché à terme dans les articles précités. Il n'y a pas entre ces articles et les dispositions des arrêts de 1785 et 1786 une contradiction telle qu'ils rendent l'application de ces derniers impossible. En admettant même que des articles 85 et 86 du Code de commerce, il résulte que les agents de change ne peuvent faire aucune opération à la Bourse sans être nantis des titres à vendre ou d'une somme équivalente, il faut rechercher sous quelle sanction cette obligation leur a été imposée.

Certains ont prétendu que cette sanction consistait dans la nullité du marché. Mais les nullités sont des peines de droit civil et qui ne peuvent être étendues par voie d'induction. Or les articles 85 et 86 du Code de commerce ne prononcent pas cette nullité ; ils se bornent à frapper de peines personnelles l'agent de change en contravention. Ajouter à ces peines serait ajouter à la loi. D'ailleurs, les paroles mêmes de M. Jard Panvillier démontrent que la nullité n'a pas été dans la pensée de ceux qui ont rédigé les articles 85 et 86 du Code de commerce. « Nous devons *espérer*, dit-il.... *qu'à défaut de trouver des garants solvables*, les hommes imprudents et sans

consistance qui ont puisé chez les Anglais la manie de ce qu'on appelle vulgairement l'agiotage, *renonceront* à ce jeu dangereux pour se livrer à des professions plus honorables et plus utiles. » Est-ce là le langage qu'eût tenu le rapporteur, s'il eût été dans son intention de prohiber d'une manière absolue les marchés à terme ? N'aurait-il point émis une certitude au lieu d'une platonique espérance ? Ce ne sont pas les hommes *sans consistance* qu'il eût espéré voir écartés du marché, mais tous les spéculateurs sans distinction de position ou de fortune ; ce n'est pas une *renonciation*, expression qui suppose un acte volontaire, qu'il eût espérée, mais une cessation complète, absolue, du jeu et de l'agiotage. Et d'ailleurs, si l'article 86 interdit aux agents de change de se porter garants des marchés dans lesquels ils s'entremettent, cela ne veut pas dire que dans le cas où ils auraient transgressé cette prescription, ils seront affranchis de la responsabilité dont parle l'article 13 de l'arrêt du 27 prairial an X. Rien n'est changé à cet égard ; dès lors, de même qu'il n'y a pas incompatibilité entre le Code de commerce et cet arrêté, de même, il ne saurait y avoir incompatibilité entre ce Code et les arrêts de 1785 et 1786. Seulement, les agents de change qui encourent cette responsabilté s'exposent en outre à être poursuivis comme banqueroutiers en cas de faillite. (Art. 89 du C. com.)

De l'ensemble des dispositions du Code de commerce, des peines sévères dont les agents de change sont rendus passibles, de cette responsabilité qui

pèse sur eux et qui peut entraîner de si graves conséquences, il semble résulter que le législateur d'alors s'est proposé pour but de les obliger à se rendre, dans leur propre intérêt, les surveillants, les régulateurs du marché à terme.

C. — *Droit pénal.* — La discussion relative à la validité des marchés à terme a enfin porté sur l'interprétation des articles 421 et 422 du Code pénal.

De ces articles et particulièrement de l'article 422, on a tiré cet argument fondamental que le législateur du Code pénal a supposé qu'un pareil contrat pouvait être valable, quoique les effets vendus ne fussent pas à la disposition du vendeur au moment du marché à terme, car il suffit, suivant cet article, que le vendeur prouve que ces effets ont dû s'y trouver *au moment de la livraison*, à la différence, non seulement de l'arrêt de 1724, qui rendait les marchés à terme impraticables, mais des arrêts de 1785 et 1786 qui, tout en autorisant les marchés à terme, imposaient cependant aux vendeurs l'obligation de prouver au moment du marché qu'ils avaient la propriété des titres vendus. — On a tiré de là cette conséquence que le Code pénal avait introduit une facilité plus grande dans l'accomplissement du marché à terme, puisque par induction de ses dispositions, il suffit au vendeur de prouver uniquement qu'il avait la disposition des effets au temps de la livraison, ce qui le laisse librement à découvert quant à la possession de ces effets pendant tout le

temps qui s'écoule entre la convention elle-même et son exécution par la livraison des effets.

Telle est l'interprétation donnée à ces articles par M. Troplong (1). Les arrêts de 1785 et 1786, dit l'auteur, « ont statué à la fois au civil et au criminel, ils ont été le vrai Code pénal de l'ancien régime sur les jeux de Bourse, et ils sont abrogés en partie par le Code pénal de 1810, lequel a entendu régler la matière, d'où la conséquence que les marchés à terme seraient valables non seulement en vertu des arrêts précités, mais encore avec l'extension qu'a donnée à leurs conditions essentielles la disposition de l'article 422 du Code sus-indiqué ».

Ce système a été repoussé par MM. Merlin (2) et Bozérian (3) dont voici en substance les raisons.

Les articles 421 et 422 du Code pénal ne peuvent être invoqués en l'espèce parce qu'on ne saurait argumenter du criminel au civil. Il n'en doit pas être du cas où il s'agit d'intérêts privés comme du cas où il s'agit de la vindicte légale. Dans le premier cas, la loi ne fait qu'user d'un pouvoir légitime lorsqu'elle refuse tout effet à un marché qui a été fait à terme, sans remplir les formalités dont l'absence comporte, à ses yeux, la preuve qu'il n'est qu'un pari déguisé. Dans le deuxième, la loi criminelle s'armerait d'une rigueur excessive, si de ce qu'un

---

1. Troplong, *Contrats aléatoires*, n° 126.
2. Merlin, *Questions de droit*. V. *Effets publics*, § 11.
3. Bozérian, *La Bourse*, n°s 293 à 300.

marché à terme n'est pas revêtu des formes requises pour être obligatoire dans l'intérêt privé des contractants, elle inférait qu'il doit être puni comme s'il n'était réellement qu'un pari, sans permettre de prouver par tout autre moyen, qu'il n'en a pas le caractère. D'ailleurs les arrêts de 1785 et 1786 sont tout à la fois et le Code civil et le Code pénal de l'ancien régime. Or, si au point de vue des conditions caractéristiques du délit l'ancienne législation a été modifiée, il ne s'ensuit nullement que celles auxquelles cette législation avait subordonné la validité civile du contrat aient été atteintes. En supposant que les articles 421 et 422 aient abrogé les arrêts de 1785 et 1786, ont-ils abrogé les lois antérieures ? « Ont-ils dispensé l'agent de l'obligation du secret vis-à-vis de ses clients ? Lui ont-ils donné le droit de se porter garant des marchés dans lesquels il s'entremet ? Non, évidemment, et du reste, on ne l'a jamais prétendu. Tout ce qu'on a tenté de faire, c'est de tempérer la rigueur de la règle par des exceptions arbitraires. Mais lorsque je vois à plusieurs reprises la règle proclamée sans restriction ni réserve, je ne puis consentir à admettre les exceptions qui ne sont écrites nulle part ; je ne puis soupçonner le législateur d'un oubli involontaire ; je maintiens dans toute leur rigueur des principes qui ne sont point abrogés, et quand je rencontre un système qui, pour se plier aux exigences d'une pratique vicieuse, substitue à une théorie légale une théorie inconciliable avec les prescriptions de la loi

je n'hésite point à condamner ce système, quelles que puissent être les conséquences de cette condamnation. »

De cette exposition raisonnée de la législation, deux systèmes se dégagent : celui de MM. Troplong et Mollot qui consiste à soutenir la validité des marchés à terme, soit dans les limites établies par les arrêts de 1785 et 1786, soit dans les conditions créées par les articles 421 et 422 du Code pénal, et celui de MM. Merlin et Bozérian qui conclut à une prohibition absolue des marchés à terme. C'est au premier de ces systèmes que vont nos préférences.

§ 2. — *De la Jurisprudence antérieure à la loi de 1885* (1)

Placée en présence de faits considérables dans lesquels se trouvaient engagés les intérêts économiques de l'Etat, ceux de la morale publique et particulière, en présence des théories contradictoires, d'une législation incertaine et oscillante, la jurisprudence a dû parcourir une voie pleine d'anxiétés et d'hésitations, d'autant que la Cour de cassation n'a jamais voulu, avant 1898 poser la question sur un terrain de droit et l'a toujours considérée comme une simple ques-

1. Voir sur la jurisprudence jusqu'en 1885 le rapport de M. Alfred Naquet, à la Chambre des députés, 20 juillet 1882.

Voir aussi, Lyon-Caen et Renault, *Traité de Droit commercial*, t. IV, p. 673, n° 977, note 3.

tion de fait, laissée à la souveraine appréciation des juges du fond. Elle a constamment décidé, en effet, que les tribunaux ont un pouvoir discrétionnaire pour apprécier le caractère des marchés à terme et que la question de savoir si, dans une vente d'effets publics, il y a ou non marché à terme prohibé, est de leur domaine exclusif (1).

La jurisprudence française a, tout comme le législateur et à sa suite, parcouru diverses phases que nous allons envisager, en les prenant dans leur ordre chronologique (2).

A l'origine, les Cours impériales se montrent assez favorables au marché à terme.

Première phase. — *Reconnaissance du marché à terme.* — Même après la promulgation des Codes, et jusqu'en 1822, elles ne considèrent pas les achats à terme ni les ventes à découvert comme des marchés fictifs ou des paris ; la Cour de Paris et la Cour de Cassation reconnaissent la validité de ces transactions, et les agents de change ont le droit d'exiger judiciairement de leurs clients les sommes par eux dues de ce fait (3).

Deuxième phase. — *Nullité du marché à terme.*

---

1. Req., 22 juin 1814. Aff. Jacques, v. n° 1396. — Cass., 11 août 1824. Aff. Augé contre Aff. Perdonnet, v. n° 1.375. — Req., 20 nov. 1839. Aff. Dupuis, v. n° 1376.

2. V. Thaler, *Droit Commercial*, 1900, §§ 971 et suiv.

3. Paris, 18 sept. 1812 et sur pourvoi. Req., 22 juin 1814, Aff. Jacques, v. n° 1403. — Paris, 11 janvier 1821. Aff. Buthiau, v. n° 1396.

— En 1823 un changement de front se produit. La Cour de Paris et la Cour de cassation, par arrêts du 9 août 1823 et 11 août 1824 (1), remettent en vigueur les anciennes lois, appliquent à la lettre les textes législatifs, et décident l'exception de jeu opposable aux intermédiaires. Pour prohiber les marchés à terme, la jurisprudence s'appuie non seulement sur les arrêts de 1785 et 1786, mais sur celui de 1724 et sur la loi du 28 vendémiaire an IV qu'elle déclare être toujours obligatoires ; elle décide en conséquence que ces marchés sont expressément ou implicitement prohibés par les règlements, lorsqu'ils ne sont pas précédés du dépôt des titres ou des sommes destinées à solder l'achat des titres.

Mais la jurisprudence ne pouvait se maintenir dans ce système de rigueur.

Troisième phase. — 3° *Reconnaissance du marché à terme, mais application possible du droit du jeu et du pari.* — Abandonnant l'arrêt de 1724 et ses prescriptions prohibitives, elle se borne d'abord à renfermer la question dans l'application pure et simple des arrêts de 1785 et 1786. Ces arrêts n'exigeant de dépôt préalable que de la part du vendeur, elle fait une distinction entre la vente à découvert et l'achat à terme ; celui-ci est considéré comme licite, celle-là comme illicite. Le vendeur doit donc déposer des

---

1. Paris, 18 février 1823. Aff. Augé, Mussard et sur pourvoi. Rej., 11 août 1824, v. n° 1375, — Paris, 9 août 1823. Aff. Perdonnet et sur pourvoi. Rej., 11 août 1824, v. n° 1375.

titres, mais l'acheteur n'est plus obligé de déposer de l'argent (1).

Par suite des nécessités du marché et des lois de la spéculation, cette interprétation ne tarda pas à s'accentuer, et les tribunaux cessèrent peu à peu d'établir une distinction entre l'achat et la vente et recherchèrent seulement si la transaction était sérieuse ou ne constituait qu'un pari déguisé pour la valider ou l'annuler.

Suivant ce nouveau système qui est resté l'expression des tendances de la jurisprudence jusqu'en 1885, le marché à terme n'est pas, en principe, prohibé ; il est valable lorsqu'il est sérieux et que dans la pensée des parties, il doit être suivi d'une exécution réelle ; ce qui est défendu seulement, c'est le jeu de Bourse, c'est-à-dire l'opération qui ne doit pas aboutir à une livraison ou à une levée de titres, et qui doit se régler par le paiement de simples différences.

Quant aux caractères auxquels la jurisprudence reconnaît les jeux de Bourse, ils sont, à vrai dire, assez incertains, car il s'agit de faits et de circonstances, qui échapperont toujours à l'appréciation de la doctrine.

Cependant, ce qui ressort de la plupart de ces arrêts, c'est qu'il y a jeu de Bourse, principalement lorsque les valeurs sur lesquelles roulent les opérations, sont en disproportion avec la fortune des opé-

1. Paris, 14 mars 1842. Affaire Vilette, n° 1380, 2.

rateurs. Il y a là une impossibilité d'effectuer la livraison du marché, lequel par conséquent ne pouvant aboutir qu'à un paiement de différence, ne saurait être considéré que comme un jeu opéré sur les effets publics. C'est donc la position de fortune et la solvabilité des contractants qui sont considérées comme les éléments d'appréciation pour savoir si les opérations sont réelles ou fictives (1).

Depuis longtemps déjà le tribunal de commerce de la Seine était entré dans cette voie d'interprétation. Partant de ce principe que si les dispositions des anciennes lois et des Codes s'opposent à tout jeu ou pari sur les effets publics, il n'en ressort pas toutefois *l'interdiction absolue des marchés à terme* sur ces effets, et qu'il appartient aux tribunaux d'apprécier les circonstances, les motifs plus ou moins sérieux et la moralité de ces opérations, il considère comme jeux de Bourse les opérations qui ne sont pas en rapport avec la fortune du client, et dont la majeure partie s'est soldée par de simples différences, ou celle où le vendeur n'établit pas qu'il possédait les valeurs vendues, quoique l'acheteur fût en mesure d'en prendre livraison ou d'en payer le prix, et d'autre part, il admet le marché comme sérieux et

---

1. Paris, 14 décembre 1844. Aff., Santereau. D. P. 45.4. 326. — Paris, 10 mai 1856. Aff. Dabrin. D. P. 57.2.2. — Crim. Rejet, 19 janvier 1860. Aff., Jarry. D. P. 60.1.42. — Paris, 22 nov. 1852. Aff., Bonafous. D. P. 54.5.20. — Req., 1er avril 1856. Aff., Chuchet. D. P. 56.1.146.

valable lorsque l'achat n'a pas excédé les limites de la fortune du spéculateur, ou lorsqu'un certain nombre de ces opérations se sont liquidées par des prises ou des livraisons de titres, etc. (1).

Ainsi donc, dans cette période, une distinction s'introduit entre les marchés *sérieux* qui sont valables et les marchés *fictifs* ou *différentiels* qui ne le sont pas parce que infectés de jeu ou de pari.

Cette distinction nous semble purement arbitraire ; elle accuse une certaine ignorance de ce qui se passe à la Bourse et du véritable rôle économique et financier de la spéculation. Distinguer un marché réel d'un marché fictif est chose pratiquement impossible.

« Tous les marchés à termes sont sérieux, en ce que tous sont assujettis à des règlements de Bourse qui dégagent le gain ou la perte de l'effet d'une contre-opération. Pourquoi celui qui a acheté hier ne pourrait-il pas revendre aujourd'hui ? La compensa-

---

1. Trib. de Comm. de la Seine, 30 janvier, 19 février, 8 avril, 2 et 8 juin, 21 juillet, 31 juillet, 13 octobre 1852 ; *Journal des tribunaux de Commerce*, 1852, p. 11, 43, 146, 201, 249, 250, 393, 425 ; 1853, p. 15. — Trib. de Comm. de la Seine, 11 février 1853, 21 juin 1855 ; *Journal des Trib. de Com.*, 1855, p. 288. — 6 février, 13 mars 1856, *Le Droit* des 17 février et 14 mars 1856. — 16 juillet 1856 ; *Journal des Trib. de Com.*, 1857, p. 13. — 8 octobre 1857 ; *Le Droit* du 10 octobre 1857.

Voir Bozérian, *La Bourse*, t. II, p. 54 et 58.

tion est un moyen de liquidation aussi légitime qu'une livraison ou qu'un paiement. »

Tous, ou presque tous, pourrait-on dire inversement, sont fictifs ou différentiels, car la spéculation, dès le premier jour, a précisément pour but cette contre-opération. Il n'y a que très peu de marchés qui se traduisent par une prise effective de livraison de la valeur traitée. L'opérateur le plus honnête se soucie peu d'avoir le titre. Il assume un risque sur l'écart des cours et il les soutient. C'est très avouable. Le marché tient de l'assurance et non pas du jeu. Va-t-on dire de deux personnes qui traitent une assurance contre l'incendie, qu'elles jouent où qu'elles parient ensemble? « La maison brûlera, elle ne brûlera pas. D'où vient donc que si le risque est pris sur un cours, au lieu de l'être sur un édifice, le contrat ne réponde plus à la même notion ? » (1).

Cette réserve faite sur l'impossibilité pratique où se trouvait la jurisprudence, de distinguer l'opération fictive de l'opération réelle, nous estimons que c'est avec juste raison, à notre avis, qu'elle a repoussé la nullité absolue du marché à terme. Si l'on examine sans idées préconçues, et en dehors de l'influence des idées économiques, politiques ou morales, la législation sur laquelle repose la question de la validité de ces marchés, il semble impossible d'y voir la prohibition radicale dont a parlé M. Bozérian.

---

1. V. Thaller, *Traité de Droit Commercial,* 2e édit., 1900, n° 975.

Si l'arrêt de 1724 avait rendu les marchés à terme impossibles, il est bien reconnu, et cela par M. Bozérian lui-même, que cet arrêt bientôt tombé en désuétude en cette partie, puis modifié par les arrêts de 1785 et 1786 n'était plus en vigueur au moment où parut la loi du 29 vendémiaire an IV.

Or nous avons montré que cette loi n'avait pu ressusciter l'arrêt de 1724, et nous avons vu, d'autre part, que l'argument tiré des articles 85 et 86 du Code de Commerce n'était pas plus déterminant.

Jusqu'ici donc, il nous est impossible dans la législation de trouver une disposition de laquelle il résulte que les marchés à terme sont prohibés à peine de nullité. Nous pouvons toutefois remarquer que le législateur cherche constamment à entraver certaines opérations de Bourse, tantôt en agissant directement sur les spéculateurs eux-mêmes (arrêts de 1785 et 1786), tantôt en agissant sur les agents de change (arrêté du 27 prairial an X et art. 85 et suivants du C. comm.), tantôt enfin en frappant de peines correctionnelles les jeux de Bourse, comme dans les articles 421 et 422 du Code pénal. En un mot, validité du marché à terme, dans une certaine mesure, prohibition de l'agiotage et du jeu, tel est, à ce qu'il nous semble, l'état de la législation et le programme de la jurisprudence, durant la période qui nous occupe.

Mais comment déterminer la limite qui séparera ce qui est permis de ce qui est défendu ? A quels caractères reconnaître le marché valable et le jeu prohibé ? Faut-il suivre à cet égard les arrêts de 1785

ct 1786 ou s'en remettre à l'article 422 du Code pénal ? Telles sont les questions qui restent à résoudre.

Les arrêts de 1785 et 1786, nous venons de le voir, n'ont été encore abrogés ni implicitement, ni explicitement, d'où il résulte que leurs dispositions sont obligatoires.

L'examen attentif de la législation relative à la matière peut faire naître quelques doutes à cet égard.

Les lois rendues dès le début de la période révolutionnaire rappellent bien en termes formels, les règlements antérieurs, mais il n'en est plus de même de la législation qui a suivi la loi de vendémiaire an IV.

La loi du 28 ventôse an IX, relative à l'établissement des Bourses de commerce, dit dans son article 11 : « Le Gouvernement fera pour la police des Bourses, et, en général, pour *l'exécution de la présente loi*, les règlements qui seront nécessaires. » Mais il ne dit pas que jusque-là les anciens règlements resteront en vigueur. En exécution de cette loi deux arrêtés sont rendus ; l'un, le 29 germinal an IX, l'autre le 27 prairial an X : ils règlent certains points qui touchent à la négociation des effets publics et cependant ni l'un ni l'autre ne semblent soupçonner qu'il existe d'anciens règlements sur la matière. Le Code de Commerce vient ensuite ; il annonce encore qu'il sera pourvu par des règlements d'administration [illegible] tout ce qui est relatif à la

négociation et transmission de propriété des effets publics (art. 90) mais pas plus que les textes précédents, il ne dit que provisoirement on observera les anciens règlements. Ce silence paraît d'autant plus significatif que lorsqu'il s'agit des droits de courtage à percevoir par les agents de change, le législateur a bien soin de dire que les anciens usages seront suivis jusqu'aux nouveaux règlements à intervenir. Enfin, survient le Code pénal de 1810. Dans les articles 421 et 422, il prévoit et punit les jeux de Bourse ; mais il est à remarquer qu'il est bien moins rigoureux que les arrêts de 1785 et 1786 qui prononçaient également des peines contre ceux qui contrevenaient à leurs dispositions, car il se borne à exiger que le vendeur prouve que les effets vendus ont dû se trouver à sa disposition au moment de la livraison. D'autre part, l'article 421 se montre par ailleurs plus sévère, la généralité de la règle qu'il pose permettant d'atteindre l'acheteur à découvert, ce qui n'était pas possible antérieurement.

Il semble qu'il y ait là, dans cet ensemble, l'indice d'une velléité d'abandon des règles contenues dans les arrêts de 1785 et 1786.

Quoi qu'il en soit, les gouvernements qui succèdent au premier Empire, tendent de plus en plus à abandonner une législation surannée.

Il arrive même un moment où les marchés à terme ne peuvent se faire à la Bourse qu'avec le consentement du gouvernement, qui les permet sur telles ou telles valeurs et les défend sur d'autres ; c'est ainsi

que pendant longtemps, les Compagnies de chemins de fer ont sollicité, sans pouvoir l'obtenir, la négociation à terme de leurs obligations, parce que le gouvernement craignait la concurrence entre ces valeurs et la rente.

Bien plus, dans un rapport à l'Empereur du 4 juillet 1861 (1) sur les obligations trentenaires, le ministre des Finances déclare formellement que ces obligations sont négociables au comptant et à terme. Toutefois, il faut reconnaître que la jurisprudence de cette époque soulève de sérieuses objections. La distinction qu'elle établit entre les jeux de Bourse prohibés et les marchés à terme permis, est des plus subtiles puisqu'elle n'a pas pour base les hypothèses spécialement prévues par les arrêts de 1785 et 1786 et par l'article 422 du Code pénal; elle est même, en principe, contraire au fait et à la pratique. Tout le monde sait en effet que presque tous les marchés à terme, si ce n'est tous, ne se résolvent en réalité que par des différences ; ils ne seraient donc, par suite que de véritables jeux et paris sur les effets publics. D'autre part, faire reposer la validité ou la nullité de la négociation sur cette circonstance que le spéculateur a ou n'a pas une fortune suffisante pour mettre l'opération à exécution, c'est prendre une base qui n'est fondée, ni en équité, ni en droit. Il n'est point juste de donner à quelqu'un le moyen de manquer à ses obligations parce qu'il n'a pas les

---

1. V. *Moniteur* du 5 juillet 1861.

ressources nécessaires pour les remplir et de faire peser sur un intermédiaire qui s'est conformé de bonne foi aux ordres donnés par une personne disposant librement de ses droits et de ses biens, les conséquences de la mauvaise foi du client. En droit, la validité d'un contrat ne dépend nullement de la solvabilité des contractants. D'ailleurs, comment l'agent de change pourra-t-il se soutraire aux conséquences qu'on fait peser lui ? Quels moyens a-t-il de savoir, au moment du marché, si la fortune de son client est en rapport avec l'opération qu'il médite ? Et à supposer qu'il parvienne à résoudre ce premier point, pourra-t-il savoir si ce même client ne fait pas dix ou vingt opérations semblables chez ses confrères (ce qui a lieu très communément), et n'a pas, par conséquent, dépassé de dix ou vingt fois la limite de ses ressources ?

Aussi des esprits distingués, pénétrés de toutes ces difficultés, et désireux de voir entrer la jurisprudence dans une voie plus libérale, ont-ils proposé un système consistant à déclarer légales et obligatoires toutes les négociations non entachées de fraude, conclues à la Bourse par le ministère des agents de change et à en rendre l'exécution forcée d'après les règles du droit commun. Ils ont pensé que cette sanction en faisant peser sur les spéculateurs toutes les conséquences de la responsabilité civile et commerciale contiendrait le torrent dans des limites suffisantes et qu'on parviendrait ainsi à le maîtriser bien mieux que par les moyens employés par la jurispru-

dence. Un avocat à la Cour de cassation, M. Ambroise Rendu, a développé cette thèse dans un article inséré dans le journal *Le Droit* du 12 septembre 1861. Il pense que son système peut parfaitement se concilier avec la loi civile et pénale d'où on a tiré la prohibition des marchés à découvert, et il fonde son opinion sur les usages existants au parquet des agents de change, sur la liquidation centrale qui place précisément le spéculateur dans les conditions où le Code pénal cesse de voir aucune espèce de délit, puisqu'elle met les titres à la disposition du vendeur, et par suite, de l'acheteur, au jour de la livraison.

Telle est aussi, en définitive, l'opinion de M. Bozérian, mais il ne croit pas que cette solution soit légale et puisse émaner de la jurisprudence ; il voudrait entraîner les tribunaux à prononcer la nullité absolue des marchés à terme, afin d'obliger le gouvernement à présenter une loi sur la négociation des effets publics. Cette loi, des plus nécessaires, allait d'ailleurs être rendue sans qu'on fût obligé de recourir à ce moyen extrême.

Ce système nous semble impraticable. Comment admettre que le juge civil déclare licite et permis le même fait que le juge correctionnel punirait des peines de l'article 421 du Code pénal, s'il lui était soumis ? Il y a là une limite que les tribunaux ne sauraient franchir.

Dans la période qui précède plus directement la loi du 28 mars 1885, la jurisprudence, continuant sa lente évolution, et agrandissant le cercle de ses sen-

timents libéraux, ne tient compte qu'accessoirement de la solvabilité des spéculateurs. Elle examine seulement l'*intention* qui a présidé au contrat. Autrement dit, elle admet le marché fait réellement à l'origine, bien que se soldant par des différences en fin de compte, et fait application de l'article 1965 du Code civil aux contractants qui, dès le début, avaient entendu ne livrer ni lever de titres.

« La jurisprudence n'a plus considéré (depuis 1870) que l'intention qui a présidé au contrat. Si les contractants ont eu, à l'origine, l'intention de faire un vrai marché, celui-ci est valable, encore bien qu'en fin de compte, il ne se solde que par des différences. Si, au contraire, dès le début, ils n'ont entendu ni livrer ni exiger les titres, s'ils n'ont eu en vue que le règlement par différence, les dispositions de l'article 1965 leur sont applicables. » (1).

« Les marchés à terme (pour ne pas constituer un jeu), doivent impliquer le droit pour l'acheteur d'exiger la livraison ou celui par le vendeur d'obliger à la recevoir. Quand l'un de ces deux droits existe à l'origine, il y a une véritable vente : l'opération n'est pas un jeu encore que le vendeur ou l'acheteur n'en use pas. Peu importe que, pour un motif quelconque, il ne plaise pas à une partie d'exécuter le marché ou qu'elle n'en ait pas la possibilité matérielle ; peu importe que, par suite de la compensation opé-

---

1. Extrait du Rapport de la commission de la Chambre des députés en 1882.

rée entre marchés faits en sens contraire, la livraison ne soit pas effectuée et que tout se termine par un paiement de différence. Un fait postérieur ne peut modifier la nature d'une opération. » (1).

Cette jurisprudence, quoique plus libérale que celle qui l'avait précédée, n'en laisse pas moins aux tribunaux un pouvoir discrétionnaire, l'intention des parties ne pouvant se reconnaître de façon certaine.

Donc, avant la loi de 1885, les marchés à terme, qu'ils soient fermes ou à prime, doivent être appréciés suivant les règles que nous venons de retracer, c'est-à-dire qu'ils devront être déclarés valables s'ils ont été conclus dans une pensée sérieuse d'exécution, nuls, s'ils ne servent qu'à déguiser un jeu sur les différences. L'appréciation du caractère de l'opération et de la situation de ceux qui l'avaient effectuée se trouve ainsi, nous le répétons, abandonnée au pouvoir discrétionnaire des tribunaux (2).

§ 3. — *La loi du 28 mars 1885 et la validité du marché à prime*

La loi de 1885 est intervenue à la suite de la crise financière de 1882 et du « Krach » de l'Union Géné-

---

1. Extrait du Rapport de la commission extra-parlementaire nommée en 1882, afin d'élaborer un projet de loi sur les marchés à terme,

2. Crim. Rej., 19 janvier 1860. Aff. Jarry. D. P. 60.1.40.

rale. A cette époque, nombre des spéculateurs excipèrent de l'exception accordée par l'article 1965 du Code civil pour ne pas payer leurs différences.

Le législateur qui se trouvait d'ailleurs, nous venons de le voir, en présence d'un mouvement de jurisprudence et surtout d'opinion favorable à la liberté des marchés, résolut de faire cesser la situation équivoque créée par l'article 1965 et de mettre les transactions de Bourse à l'abri de la mauvaise foi de certains spéculateurs.

Dès 1882 le Gouvernement nomma une commission extra-parlementaire pour examiner les modifications à apporter aux textes du Code civil et du Code pénal relatifs à l'exception de jeu.

Cette commission présidée par M. Bozérian, sénateur, chargea M. Lyon-Caen, professeur à la Faculté de droit de Paris de la rédaction de son rapport.

Ce sont les idées exprimées par M. Lyon-Caen qui ont généralement servi de base aux discussions de la Chambre et au texte de la loi.

Parallèlement à cette commission extra-parlementaire, la Chambre des députés, nomma, le 20 juillet 1882, une seconde commission pour l'examen des marchés dont M. Jametel fut le président et M. Naquet le rapporteur.

Le rapport de M. Naquet examine la législation et

— Civ. Rej., 26 août 1868. Aff. Delbosc. D. P. 68.1.429. — Toulouse, 30 juin 1874. Aff. Demenger. D. P. 75.2.70.

la jurisprudence antérieures et démontre l'avantage et l'importance des marchés à terme. Dans une étude assez approfondie des opérations pratiquées en Bourse le rapporteur se montre un partisan convaincu de la spéculation qui entraîne le développement des valeurs, réprouve l'article 1965 du Code civil et formule un projet de loi, dont le texte est, sauf quelques légères différences, toujours en vigueur.

La liberté humaine dit, en substance, M. Naquet, est un principe absolu ; la loi ne saurait garantir les hommes contre leur sottise. Celui qui spécule en Bourse doit connaître les éléments de la Bourse, tout comme l'avocat doit connaître les éléments de la cause qu'il plaide. Dire que la Bourse est un lieu de perdition est parler sans connaissance de cause. L'escroquerie est, dit-on, de règle en Bourse ; mais, ne vend-on pas journellement des produits falsifiés ou de mauvaise qualité ? Le vol, la fraude, le dol sont punis par le Code ; ils doivent être également punis s'ils se produisent en Bourse, car pas plus là qu'ailleurs, l'escroc ne saurait se retrancher derrière la loi et s'en servir contre les honnêtes gens.

D'accord avec le Gouvernement, et sur avis du rapporteur, la commission présenta un projet de loi en cinq articles qui fut adopté par la Chambre et amendé par le Sénat en ce qui touchait les articles 1, 3 et 5.

L'article 1er du projet portait : « Tous marchés à terme sur effets publics et autres, tous marchés à

livrer sur les denrées et marchandises sont reconnus légaux.

« Nul ne peut pour se soustraire aux obligations qui en résultent, se prévaloir de l'article 1965 du Code civil, lors même qu'ils *devraient se résoudre* par le paiement d'une simple différence. »

Le Sénat a modifié le texte de cet article en remplaçant les mots : *devraient se résoudre* par les mots : *se résoudraient*. L'article 2 ainsi conçu : « Les articles 421 et 422 du Code pénal sont abrogés », n'a subi aucune transformation.

En ce qui touche l'article 3, « sont abrogées les dispositions des anciens arrêts du Conseil du 24 septembre 1724, 7 août, 28 octobre 1785 et 22 septembre 1786, les articles 15, chapitre Ier, 4 chapitre II, de la loi du 28 vendémiaire an IV, *13 de l'arrêté du 27 prairial an X*, les articles 85 § 3 et 87 du Code de commerce. » Le Sénat, voulant laisser aux agents de change la responsabilité de leurs opérations, ne crut pas devoir abroger l'arrêté de prairial, mais considérant que les marchés à terme se faisaient presque toujours à découvert, il supprima la partie de l'article 13 relative à l'obligation du dépôt préalable, d'où disparition dans l'article 3 définitif, de l'abrogation de l'article 13 de l'arrêté du 27 prairial an X, et création d'un nouvel article 4 ainsi conçu :

Art. 4. — L'article 13 de l'arrêté du 27 prairial an X, est ainsi conçu : « Chaque agent de change est responsable de la livraison et du paiement de ce

qu'il aura vendu et acheté. Son cautionnement sera affecté à cette garantie. »

Par suite, l'article 4 primitif, devint, sans modifications l'article 5 nouveau.

Art. 5.— « Les conditions d'exécution des marchés à terme par les agents de change seront fixées par le règlement d'administration publique prévu par l'article 90 du Code de commerce. »

Quant à l'article 5 primitif qui portait que : « Les dispositions de l'article 419 du Code pénal sont applicables aux effets autres que les effets publics », le Sénat le supprima comme inutile, les effets étant compris dans l'article 419 du Code pénal. Cette loi a mis fin à une longue controverse et a fixé dans un sens libéral une jurisprudence très variable, puisqu'elle dépendait de l'appréciation de simples nuances dans les circonstances de faits très fréquents. Conformément aux dispositions de l'article 5 de la loi un règlement d'administration publique, paru dans le *Journal officiel* du 8 octobre 1890 et daté du 7 octobre, est venu la compléter. Ce décret, beaucoup plus compréhensif que ne pourrait le faire pressentir l'article 5 précité, vise en même temps l'article 90 du Code de commerce, et, codifiant pour ainsi dire, la législation spéciale, s'étend sur l'ensemble des attributions des agents de change : organisation, création d'offices, Chambre syndicale.

Les articles 60 à 69 de ce décret, sont seuls relatifs aux marchés à terme.

Le législateur de 1885 est parti de cette idée, que

le meilleur moyen d'écarter de la bourse une clientèle équivoque, est d'obliger le perdant à s'exécuter dans tous les cas.

L'article 1er de cette loi reconnaît la légalité des marchés à terme sur effets publics et des marchés à livrer sur denrées et marchandises, et il décide que nul ne peut pour se soustraire aux obligations qui en résultent, se prévaloir de l'article 1965 du Code civil, *alors même qu'ils se résoudraient par le paiement d'une simple différence.*

Cet article est comme nous l'avons vu, suivi de deux autres qui abrogent les articles 421 et 422 du Code pénal, les dispositions des anciens arrêts du Conseil des 24 septembre 1724, 7 août, 2 octobre 1785 et 22 septembre 1786, certains articles de la loi du 28 vendémiaire an IV et du Code de commerce ; l'article 4 modifie l'article 13 de l'arrêté du 27 prairial an X, enfin l'article 5 annonce la publication d'un règlement d'administration publique prévu par l'article 90 du Code de commerce.

De la portée de la loi nouvelle en ce qui concerne l'exception de jeu. — Examinons quelle est la portée de la loi nouvelle en ce qui concerne l'exception de jeu, et voyons si l'article 1965 du Code civil, n'est plus, dans aucun cas, applicable aux opérations de Bourse, ou, s'il est encore applicable, quels sont les cas dans lesquels il peut être invoqué.

L'examen des textes et des travaux préparatoires va nous permettre de résoudre ces questions.

Il faut tout d'abord remarquer que le texte pri-

mitif du second paragraphe de l'article 1er a subi une modification : Au Sénat, on a substitué aux mots : *devraient se résoudre* qui se trouvaient dans le texte adopté par la Chambre des députés, les mots *se résoudraient.* Pour justifier ce changement, M. Naquet, le rapporteur du projet, a exposé que si on adoptait la rédaction proposée par la Chambre, on dépasserait le but, car « on validerait non seulement les vrais marchés, mais encore des conventions nouvelles, inconnues jusqu'ici, innommées, que l'on ne saurait assimiler à un marché et par lesquelles, au moment même de la transaction, les parties s'engageraient par écrit, à ne pas exiger la livraison, à ne pas l'imposer, et à résoudre l'opération par le simple paiement d'une différence » (1).

Quoique cette modification ait été critiquée par M. Lyon-Caen (2), le rapporteur de la loi à la Chambre des députés, M. Peulevey, déclara l'adopter, par le motif qu'après les explications données par M. Naquet, « il était hors de doute que la pensée du Sénat était exactement la même que celle de la Chambre sur les inconvénients auxquels il s'agissait de porter remède ».

Il ne semble pas en effet que le texte prête à une équivoque quelconque. Aux termes de la loi nouvelle, nul ne peut invoquer l'article 1965 pour se soustraire à l'exécution des marchés à terme ou à

---

1. V. D. P. 85. 4. 29.
2. V. *La Loi* du 4 mars 1885.

livrer ; dès lors, il importe peu que l'intention de jouer ait été contemporaine des opérations, ou qu'elle ne se soit manifestée que plus tard, lors du règlement.

Mais une difficulté plus grave a été soulevée. La loi de 1885 a-t-on dit, s'occupe uniquement des marchés à terme ; pour que l'article 1965 soit inapplicable, il faut qu'il y ait marché, et non simplement jeu et pari. Si donc le juge est convaincu que l'opération qualifiée de marché, n'est en réalité qu'un jeu, il ne devra pas la sanctionner et l'on ne saurait lui contester le droit de rechercher l'intention des parties pour caractériser l'acte conformément à la vérité (1).

Le rapporteur au Sénat avait répondu par avance à cette interprétation « que le projet de loi admettait en réalité une présomption légale, en vertu de laquelle toute opération se produisant sous la forme d'un marché à terme serait réputée une vente sérieuse et non un jeu ou un pari ; que, dès lors, il n'était plus permis de démontrer qu'une opération ayant la forme d'un marché à terme constitue en réalité un jeu ou un pari. »

Cette réponse n'est peut-être pas des plus décisives. En effet, aux termes de l'article 1352 du Code civil, toute présomption légale est susceptible de preuve contraire, à moins que sur le fondement de cette présomption, la loi annule certains actes ou

---

1. V. L. Sarrut, *La Loi* du 24 avril 1885.

dénie l'action en justice. Or, la loi nouvelle n'annule aucun acte et ne refuse pas l'action en justice ; elle valide, au contraire, expressément les marchés à terme et protège, en principe, l'action du créancier contre la fin de non-recevoir qu'autorisait l'article 1965 du Code civil. C'est donc une présomption simple qu'engendre la loi nouvelle, d'après laquelle l'opération qualifiée vente est bien une vente et non pas un pari déguisé ; *cette présomption ne comporte aucune preuve contraire.* Un seul tempérament ressort des rapports du projet : si les parties ont décidé expressément, par convention écrite, que le règlement se fera par simples différences (convention inimaginable en principe), dans ce cas, mais dans ce cas seulement, l'exception de jeu sera recevable.

§ 4. *De la jurisprudence postérieure à la loi de 1885*

La jurisprudence décide, à l'origine tout au moins, que la loi de 1885 établit une présomption légale de validité en faveur des marchés à terme, et notamment de ceux qui, auparavant, étaient réputés jeux de Bourse ; que la preuve contraire à cette présomption légale est interdite, alors même qu'elle résulterait des accords des parties (1), et que l'excep-

1. Montpellier, 7 mai 1885. Aff. Lignière. D. P. 85. 2. 121. — Paris, 6 juin 1885. Aff. Pompey. D. P. 85. 2. 121. — Paris, 19 juin 1885. Aff. Malançon. D. P. 85. 5. 172.

tion de jeu ne pourrait désormais être accueillie par les tribunaux, que dans les cas, sans doute extrêmement rares, où l'intention commune du joueur serait constatée par un écrit dressé à l'origine des opérations (1).

C'est la solution qu'ont d'ailleurs adoptée M. Lyon-Caen, professeur à la Faculté de droit de Paris, M. Sabatier, ancien président de l'ordre des avocats à la Cour de cassation, et M. Du Buit, ancien bâtonnier de l'ordre des avocats, dans la consultation qui leur fut demandée en 1896 par les négociants à la Bourse de Paris.

C'est également la solution donnée par la Chambre des requêtes de la Cour de cassation dans un arrêt en date du 15 novembre 1897, qui décide que :

« Sous l'empire de la loi du 28 mars 1885, l'exception de jeu ne peut être proposée dans les marchés à terme ou à livrer, en dehors des cas où un écrit établit que *ab initio* les parties ont stipulé que les opérations se résoudraient par le paiement de simples différences.

« Ces marchés sont ainsi protégés par une présomption légale de validité et il n'appartient pas aux tribunaux de rechercher si, sous les apparences d'un marché à terme ou à livrer, les parties se sont en réalité prêtées à une véritable opération de jeu ne comportant que le paiement de différences. » (2).

---

1. Arrêt précité du 6 juin 1885. Aff. Pompey. D. P. 85. 2. 121.

2. *Recueil de la Gazette du Palais*, 1er semestre 1898, I, 94.

Ce premier système était un acheminement à la suppression pure et simple de l'exception de jeu, car on ne peut raisonnablement admettre qu'intermédiaire et client auront la sottise d'affirmer, par un écrit, qu'ils n'entendent faire qu'un jeu ou un pari dans leurs opérations.

Mais la Chambre civile de la Cour de cassation ne fut appelée à donner son avis en la matière qu'en 1898, et dès 1894 et jusqu'à cette date, les Cours d'appel adoptèrent un second système soutenu notamment par M. Labbé, professeur à la Faculté de droit de Paris, aux termes duquel l'exception de jeu était maintenue s'il était démontré que, dès l'origine, l'intention des parties avait été de jouer et de parier sur des différences de cours, cette intention pouvant d'ailleurs être établie par tous les moyens de preuve.

Pour justifier cette manière de voir, la jurisprudence prétend que l'exception de l'article 1965 du Code civil n'a pas besoin, pour être admise, de se baser sur une convention expresse portant entre parties règlement différentiel; toutes preuves sont recevables à l'effet d'établir l'intention du jeu.

« Les Chambres auraient ainsi légiféré pour ne rien dire ou tout simplement pour confirmer la pratique existante. » (1).

Donc, tout comme avant la loi de 1885, avec ce système, l'article 1965 du Code civil va s'appliquer aux marchés à terme et toute action sera refusée aux

---

1. Thaller, *Droit commercial,* 1900 § 981 et suiv.

parties dont l'intention était de liquider le marché par le paiement de simples différences. Cette intention, comme autrefois, s'appréciera d'après les cir constances, spécialement d'après celle-ci, à laquelle la jurisprudence s'attachait de préférence, avant la loi de 1885, l'importance de la fortune du donneur d'ordres, comparée à l'importance des opérations de Bourse engagées, cette comparaison devant faire ressortir la possibilité ou l'impossibilité pour le contractant de régler ces opérations par des livraisons ou des paiements effectifs (1). Cette intention s'appréciera encore d'après ce fait qu'en réalité, l'exécution des négociations, livraison ou paiement des titres, n'a jamais été exigée entre les parties (2). Tout comme autrefois, on distinguera entre les marchés à terme sérieux et non sérieux , les premiers, seuls, étant protégés par une action. Tout au plus admet-on que, la loi actuelle étant, dans son esprit, favorable à la validité des marchés à terme, les juges devront, dans le doute, présumer de préférence un marché à terme sérieux (3).

1. Paris 3e Chambre, 30 juin 1894. Aff. Schulmann et Cie. D. P. 95.2.52.

2. Même arrêt que le précédent.

3. Paris, 3e Chambre, 30 juin 1894. Aff, Mézy. D. P. 95. 2.52. — Trib. civil de la Seine, 12 mars 1895. Aff. Dutilleul, *Le Droit* du 7 août 1895. — Paris, 6e chambre, 31 mai 1895. Aff. Krein, *Gazette des Tribunaux* du 9 déc. 1895. — Trib. Commerce Seine, 7 février 1896, Aff. Herzet et Cie, *La Loi* du 4 mars 1896.— 15 février 1896. Aff. Dansaert et Lœwenstein, *La Loi* du 18 mars 1896.— Paris, 3e Chambre, 6 mars 1896. Aff. Rosenvald, *Gazette des Tribunaux* du 29 avril 1896.

Aux termes d'un jugement du tribunal civil de la Seine du 3 décembre 1895, « il suffit pour la validité des opérations de Bourse faites à terme, qu'elles aient été négociées par ministère d'agent de change, et qu'elles aient un caractère sérieux, c'est-à-dire qu'elles impliquent de la part des parties, pour l'une l'obligation de livrer les titres, et pour l'autre, celle d'en payer le prix à l'époque déterminée ; que la validité de l'opération subsiste alors même que le règlement, par suite d'un accord ultérieur, s'est effectué par le paiement de simples différences ; que la présomption de validité ne peut tomber que *si l'on démontre qu'à l'origine, le contrat a été vicié par des stipulations d'où découle nécessairement l'existence de simples paris sur la hausse ou la baisse des valeurs.* »

Il est vrai que les partisans de l'opinion qui tend à prévaloir en jurisprudence, à cette époque, admettent en même temps que depuis la loi de 1885, il y a une présomption légale de la validité des marchés à terme. Mais, au fond, c'est pure affaire de mots. Il ne s'agit là que d'une présomption légale *juris tantum* qui permet toute preuve contraire, et qui ne diffère pas en réalité de la présomption de validité déjà admise par la jurisprudence avant la loi de 1885. La loi nouvelle, dans cette opinion, n'aurait rien ajouté d'appréciable à cette ancienne présomption de validité dont, antérieurement, on déduisait l'existence des simples principes généraux du droit (1).

1. V. Buchère, *Annales de Droit Commercial*, 1896, p. 31.

Comme conséquence de cette théorie générale ci-dessus, les tribunaux décident que c'est au défendeur qui oppose l'exception de jeu à démontrer que « dès l'origine de leurs opérations, les contractants d'un marché à terme n'ont pas eu l'intention de faire un marché sérieux, mais au contraire, ont convenu formellement de ne faire qu'un jeu ou un pari sur la hausse ou la baisse des valeurs ou marchandises » (1).

Mais, contrairement à l'opinion du législateur de 1885 qui veut que cette preuve de l'intention primitive des parties ne soit faite que par écrit, la jurisprudence dont nous venons de citer les principaux documents admet à cette fin tous les moyens de preuve, même de simples présomptions (2). La raison invoquée est que M. Naquet, au Sénat, en parlant, dans son rapport, « des conventions par lesquelles au moment même de la transaction, les parties s'engageraient, *par écrit*, à ne pas exiger la livraison... », aurait seulement indiqué une des hypothèses où il n'y a pas de marché sérieux et valable, mais que son intention n'aurait pas été d'exclure les autres hypothèses, ni de restreindre à ce cas exceptionnel le pouvoir d'appréciation des tribunaux et la preuve du jeu et du pari.

Cette interprétation de la jurisprudence a été très énergiquement combattue par une très grande par-

1. Trib. comm. Seine, 11 février 1896. Aff. Bloch et fils, *La Loi* du 4 mars 1896.

2. Paris, 30 juin 1894. Aff. Mézy. D. P. 95. 2. 52.

tie de la *Doctrine*. MM. Lyon-Caen et Renault (1), qui ont en cette matière d'autant plus d'autorité que M. Lyon-Caen a rédigé le rapport de la commission extra-parlementaire, rapport devenu l'exposé des motifs du projet de loi, font observer que cette interprétation enlève à la loi toute utilité réelle et va à l'encontre des intentions certaines du législateur, autant qu'elles ressortent de l'ensemble des travaux préparatoires. Vainement veut-on tirer argument du changement apporté par le Sénat à la rédaction du dernier alinéa de l'article 1er, c'est-à-dire de la substitution du mot *résoudraient* à ceux « devraient se résoudre ». Le rapport de M. Naquet, au Sénat, explique que ce changement de rédaction a voulu seulement viser le cas, d'ailleurs bien rare en pratique, où « il s'agit d'une *convention écrite* portant que la livraison des titres ou des marchandises ne pourra être ni exigée ni imposée » ; dans ce cas, mais dans ce cas seulement, « les tribunaux apprécieront », tout comme avant la loi de 1885 « s'il y a une convention sérieuse que la Société couvrira de sa protection ou un simple jeu dont elle n'ait pas à connaître ».

Au reste, le rapporteur de la loi à la Chambre des députés, M. Peulevey, a formellement déclaré que ce changement de rédaction n'avait sur la signification de la réforme aucune influence ; ce qui fait tomber l'argument et ne permet pas de s'y arrêter sérieusement.

1. *Traité de Droit Commercial*, t. IV, n° 982.

Cette hypothèse exceptionnelle réservée, la loi nouvelle devait créer une présomption *juris et de jure*, et devait rendre l'exception de jeu absolument inapplicable aux marchés à terme (1).

Il convient toutefois de remarquer, que beaucoup de décisions, tout en consacrant sur le principe la théorie alors dominante en jurisprudence, en corrigeaient l'application par d'importants tempéraments. C'est ainsi qu'il a été jugé qu'on ne saurait admettre l'existence, à l'origine des opérations de Bourse, d'une stipulation entre les parties enlevant le caractère de marché sérieux à ces opérations pour les transformer en de simples jeux et paris sur la hausse ou la baisse des valeurs, alors qu'il serait établi que pour certaines de ces opérations, le donneur d'ordre avait eu, à un moment donné, l'intention de lever les titres (2) et mieux encore, que pour certaines de ces opérations, il y a eu réellement levée de titres, alors même que la livraison des titres n'aurait pas été effective, le vendeur ayant consenti à l'acheteur une avance sur lesdits titres sous forme de report (3).

---

1. Voir dans ce sens, Deloison, *Traité des valeurs mobilières*, nos 476 et 477. — Badon-Pascal, *Les Marchés à terme*. — Lacour, note sous D. P. 93. 1. 9. — Berthélemy, *Annales de Droit Commercial*, 1886 et 1887, *Doctrine*, p. 295 et suiv. — Thaller, *Traité de Droit Commercial*, nos 981 et suiv.

2. Trib. com. Seine, 15 février 1896. Aff. Dansaert contre Lœwenstein, *La Loi* du 18 mars 1896.

3. Trib. de Comm., 7 février 1896. Aff. Herz. et Cie, *La Loi* du 21 février 1896.

Il a été également jugé que la preuve que des opérations de jeu se cacheraient sous l'apparence de marchés à terme, et qu'il s'agirait ainsi de marchés purement fictifs tombant sous l'application de l'article 1965 du Code civil, ne saurait résulter de cette seule circonstance que l'infériorité de la fortune du donneur d'ordres lui rendrait difficile la réalisation de ses ventes ou achats (1).

La présomption du caractère sérieux des opérations à terme serait surtout difficilement combattue s'il s'agissait d'opérations faites sur valeurs cotées, par ministère d'agent de change, et conformément au décret du 7 octobre 1890 et du règlement particulier de la Bourse où l'on a opéré (2).

En définitive, il semble que durant la période qui a suivi la loi de 1885, tout comme avant la promulgation de cette loi, les tribunaux, sauf quelques rares exceptions, aient obéi à la double préoccupation d'enrayer, autant que possible, les développements de la spéculation, et de porter secours aux clients imprudents et malheureux de la Bourse, en sacrifiant les droits des intermédiaires même réguliers et de bonne foi.

A la séance de la Société nationale d'agriculture du 27 avril 1896 (3), il a été rendu compte d'une bro-

---

1. Paris, 6e Ch., 31 mai 1895. Aff. Krein, *Gazette des Tribunaux*, 9 décembre 1895.

2. Trib. civil Seine, 12 mars 1895. Aff. Dutilleul, *Le Droit* du 7 août 1895.

3. V. *Journal officiel du* 28 avril 1896.

chure très documentée de M. Paisant, président du Tribunal civil de Versailles, dans laquelle l'auteur tend à établir que l'avilissement du prix du blé sur les marchés européens provient des agissements de la spéculation et propose comme remède d'ajouter à l'article 1965 du Code civil, un nouveau paragraphe aux termes duquel : « Les paris sur différences de prix de marchandises ou denrées, même déguisées sous l'apparence de marchés à terme sont nuls. » Les marchés à terme sur marchandises autres que les marchés à livrer seraient interdits ; ce serait, en somme, pour les marchandises, l'abrogation de la loi de 1885.

Cette tendance que nous venons de signaler et qui, nous le verrons par la suite, n'est pas particulière à la jurisprudence française, semble ne pas avoir complètement disparu, à l'heure actuelle, malgré un arrêt de la Cour de cassation, qui s'est enfin décidée à trancher la question.

En vertu d'un arrêt du 28 juin 1898, rendu sur le rapport de M. Crépon et sur les conclusions conformes de M. Desjardins, la Chambre civile de la Cour de cassation a cassé trois arrêts de la 3e Chambre de la Cour de Paris, par le motif que, à raison de *scs termes essentiellement impératifs,* la loi du 28 mars 1885, lorsque les spéculations sur effets et marchandises ont pris *la forme de marchés à terme*, avait entendu *interdire aux parties d'opposer l'exception de jeu et aux juges de rechercher l'intention des parties.*

Cet arrêt est conçu dans les termes les plus formels :

« Vu l'article 1er de la loi du 28 mars 1885; attendu qu'en déclarant en des termes essentiellement impératifs, que nul ne pourrait se soustraire aux obligations résultant de tous marchés à terme sur effets publics et autres, de tous marchés à livrer sur denrées et marchandises alors même qu'ils se résoudraient par le paiement d'une simple différence, la loi du 28 mars 1885, lorsque les opérations sur effets et marchandises ont pris la forme des marchés à terme, a entendu interdire aux parties d'opposer l'exception de jeu et aux juges de rechercher l'intention des parties; qu'en décidant le contraire, lorsque les opérations sur lesquelles il avait à statuer avaient pris la forme de marchés à terme, l'arrêt attaqué a violé l'article de loi susvisé ; — Casse... »

Cette décision a été reproduite en termes identiques par la Chambre des requêtes dans un arrêt du 19 mars 1900, sur le rapport de M. le conseiller Lepelletier et sur les conclusions conformes de M. l'avocat général Melcot.

« Attendu qu'en déclarant en termes essentiellement impératifs... etc. »

Cette identité dans les termes indique de façon indubitable la volonté formelle de la Cour suprême de supprimer définitivement l'exception de jeu en matière de marchés à terme.

Des termes mêmes de ces deux arrêts, il résulte que l'une des parties, eût-elle la preuve certaine par

un écrit *ab initio* que les opérations étaint purement fictives, ne pourrait faire état de cette preuve devant un tribunal.

La Cour de cassation s'est donc très nettement prononcée contre la jurisprudence des Cours d'appel. Celles-ci s'inclineront-elles devant ce rappel à l'observation rigoureuse de la loi de 1885 ? Nous le souhaitons, sans trop y croire, d'autant que depuis quelques années, dans certains milieux tout au moins, la loi nouvelle a vu croître le nombre de ses détracteurs.

En 1897, MM. de Folleville et Viger ont réclamé l'adoption, d'urgence, d'une loi contre les marchés fictifs, la spéculation et l'agiotage.

En 1898, la Chambre des députés nomma une commission, dont le président, M. Drou, fut chargé de faire un rapport tendant à apporter les modifications nécessaires à la loi du 28 mars 1885.

Aux termes de ce rapport qui vise d'ailleurs plus spécialement les marchés à terme en marchandises, l'intervention du gouvernement est indispensable pour l'établissement d'un marché public à terme ; un décret suffit pour interdire les trafics publics à terme existant.

Toutes opérations concernant ces marchés seront faites par l'intermédiaire exclusif de courtiers inscrits assermentés, ceux-ci ayant défense de faire la contrepartie des ordres par eux reçus et de se prêter à la conclusion d'affaires à prime.

Les droits de courtage fixés par le ministre du

Commerce seront perçus par la Chambre syndicale des courtiers qui remettra à chacun de ses membres le montant des sommes lui revenant.

Les courtiers devront avoir un livre-journal où seront relatées toutes les affaires conclues par leur entremise, avec le nom des parties, les quantités de marchandises vendues, leur prix, la date de livraison. La Chambre syndicale fera journellement le relevé de toutes les opérations conclues par ses membres et en déduira la moyenne qui constituera la cote officielle.

Bien que ce projet n'ait pas eu de suite, il nous a paru intéressant de le mentionner, car il dénote un état d'esprit toujours en éveil et qui cherche continuellement à restreindre les éléments de la spéculation.

Nous ne saurions insister ici sur les motifs invoqués par le rapporteur du projet de loi de 1898 ; nous estimons toutefois, avec la plupart des Chambres de commerce et des grandes institutions commerciales que si ce projet avait été adopté, il aurait eu des conséquences néfastes tant pour le commerce des marchandises que pour celui des valeurs.

Tout récemment encore, en 1906, lors d'une discussion au Sénat, touchant les modifications à apporter à l'article 578 du Code de commerce, nombre de sénateurs ont protesté contre « les dangers et l'absence de réglementation sérieuse des marchés à terme ».

Pour conjurer « l'effet dissolvant du marché à

terme sur les fortunes privées », M. Thaller propose de suivre l'exemple de l'Allemagne, qui, en 1896, a édicté des règles de capacité nouvelle pour le marché à terme des titres, sans grand succès d'ailleurs, puisque la réforme a complètement avorté, que le registre de Bourse est délaissé et que les marchés à terme sur valeurs sont tout autant pratiqués que par le passé.

D'après la loi allemande, celui-là seul pourra conclure un marché à terme, *qui aura fait inscrire son nom sur un registre public* et payé la taxe afférente à cette inscription. Conclu par tout autre, le marché à terme est dénué d'action et donne droit à la répétition de la couverture. On punit l'intermédiaire qui aura exploité l'ignorance de ses clients, en les attirant dans des opérations de Bourse.

Voici, en s'abstenant de la création d'un registre public, peu en rapport avec nos mœurs, ce que d'après M. Thaller, l'on pourrait faire en cette matière (1) : « Seuls les banquiers, financiers et autres trafiquants, appelés à concourir au mouvement des valeurs ou des marchandises, auraient qualité pour pratiquer le terme, reports compris ; *aux autres professions*, il serait fermé. Ce serait, disons-nous, une mesure à prendre pour toutes les opérations qui ne seraient pas purement et simplement au comptant. Il y aurait simple subtilité à interdire aux non professionnels les opérations à terme ordinaires, actes de spécu-

1. Thaller, *Traité de Droit Commercial*, 2e édit., n° 984.

lation, pour autoriser de la part de toute personne du public les reports, actes de placement. Le reporteur qui apporte ses capitaux à la Bourse, les y laisse de mois en mois, soit sur les mêmes valeurs, soit sur valeurs diversés. Il finit par se mêler au monde des spéculateurs et par se pénétrer de leur esprit. Par conséquent, il faut renvoyer aux *Provinciales* la casuistique qui, dans le for intérieur, blâme l'opération à terme pour excuser le report. La distinction n'aurait pas de raison d'être.

« Ainsi d'après ce programme, le marché à terme se trouverait prohibé à quiconque ne justifierait pas d'une profession vouée à la spéculation. Le public sera avec les banques en compte de dépôts. Les banques opéreront à terme ou en reports. Les particuliers formant leur clientèle ne seront pas associés à ces opérations. »

Nous ne voyons pas, quant à nous, ce qu'une réglementation de cette nature pourrait changer à des habitudes enracinées, dans ce milieu extrêmement spécial qu'est la spéculation. On n'en retirerait pas grand profit, à supposer qu'on ne courût point à un retentissant échec.

Une réglementation trop étroite qui entraverait l'essor financier est un écueil qu'il faut s'efforcer d'éviter. De quelque *foi législative* qu'on soit pénétré, on est cependant obligé de reconnaître que le contrôle le plus strict de l'Etat peut être souvent inutile ; il suffit de rappeler que le capital du Crédit Foncier, destiné il y a quelques années à encourager l'agricul-

ture en France, s'est trouvé engagé dans les emprunts égyptiens. « En présence de faits semblables, il y a des leçons de modestie et de réserve pour tous les auteurs de théorie et de règlement. » (1).

N'a-t-on pas été jusqu'à proposer la fondation, par l'Etat, d'une Caisse nationale d'assurance des valeurs mobilières, commerciales et industrielles (2)?

Ici comme ailleurs, le problème législatif est de concilier la liberté nécessaire avec la part de réglementation qui est indispensable.

Une bonne publicité, comme celle qui résulte en Angleterre des lois de 1867 et 1900, est encore la meilleure des mesures préventives. Sans doute, on ne saurait abandonner complètement les joueurs, « ces mineurs, ces incapables », à leur sort ; on ne saurait se désintéresser totalement de « ces impulsifs qui sont la proie des tacticiens de la Bourse » (3), mais à vouloir trop réglementer, on pourrait peut-être tuer la spéculation honnête qu'on prétend soulager.

Le législateur est d'ailleurs souvent impuissant, « il s'efforce de prévenir, de réprimer les fraudes ; mais les hommes d'affaires, plus habiles que ceux qui font les lois, sont jusqu'ici parvenus à échapper aux mesures en apparence les mieux combinées. A mesure que des lois nouvelles sont faites pour dé-

---

1. Cournot, *Théorie des richesses*, p. 510.
2. Roger, Congrès des valeurs mobilières, IV, 1900.
3. Thaller, *Bull. de la Soc. de législ. comparée*, p. 134.

jouer des fraudes connues, des combinaisons nouvelles sont aussi trouvées par les tourner » (1).

Aucun caractère extérieur, objectif, ne distingue le jeu de Bourse ; sa détermination toute subjective est hors de la portée d'appréciation du législateur ou des juges. Dans le marché à terme, l'état initial et l'état final sont sérieux ; quant aux opérateurs intermédiaires, aux maillons de cette chaîne dont nous tenons les bouts, peu importe. Ils jouent d'ailleurs leur rôle en contribuant à la répartition des risques et en élargissant le marché par la masse incessante de leurs opérations sur les fonds publics.

La loi du 28 mars 1885 ne contenant pas de dispositions transitoires, on s'est demandé si elle devait avoir un effet rétroactif. Il a été jugé que cette loi appartenant à la catégorie des lois d'ordre public, devait régir les opérations antérieures à sa promulgation (2).

Cette interprétation nous semble erronée : d'une part, le défaut d'action en justice pour réclamer l'exécution d'un marché à terme destiné dans l'intention des parties à se régler par de simples différences est un effet de cette convention et constitue, au profit du perdant un droit acquis, protégé par le principe de l'irrévocabilité des conventions, d'autre part, la loi de 1885, destinée, ainsi que l'annonçait

---

1. Lyon-Caen et Renault, *Droit Commercial*, V, 5.

2. Paris, 6 juin 1885. Aff. Pompey. D. P. 85. 2. 121. — Paris, 19 juin 1885. Aff. Malançon. D. P. 85. 5. 172.

le gouvernement en déposant le projet, à modifier la législation relative à la négociation des valeurs mobilières, ne saurait être assimilée à une loi purement interprétative. Quant au caractère d'ordre public, il faut le réserver aux lois qui disposent sur des droits qui n'appartiennent qu'au souverain, comme les lois constitutionnelles, politiques, de capacité, de juridiction ; on ne peut l'étendre à une loi qui se borne à confirmer ce principe de droit privé que les conventions sont obligatoires pour ceux qui les ont librement consenties. C'est dans ce sens que s'est d'ailleurs prononcée la jurisprudence par de nombreux arrêts (1).

La cour suprême a suivi la même voie (2). Elle estime que l'exception d'ordre public tirée de l'article 1965 du Code civil prend naissance avec la dette elle-même, et que, du moment où cette dette résulte de l'opération de Bourse, le droit d'invoquer l'exception est acquis au débiteur ; que la loi de 1885 n'a fait que replacer les contrats visés par ledit article sous le régime du droit commun des conventions, mais qu'elle n'a pu porter atteinte au droit acquis avant sa promulgation, d'invoquer les dispositions de la loi ancienne pour régler les conséquences des

---

1. Dijon, 24 avril 1885. Aff. Baclot. D. P. 85.2.121. — Lyon, 4 juin 1885. Aff. Canovy. D. P. 85.5.172. — Paris, 2 juillet 1885. Aff. Darcy, *id.*, 27 nov. 1885. Aff. Grunebaum *id.* — Toulouse, 2 Juillet 1885. Aff. Bollat, *id.*

2. Req., 18 avril 1887. Aff. Vidal. D. P. 87.1.153. — 12 juillet 1888. Aff. Bizard et autres. D. P. 89.1.10.

opérations auxquelles s'appliquait l'article 1965 et qui s'étaient accomplies pendant qu'il était encore en vigueur.

La Cour ne résout pas explicitement la question de savoir si la loi de 1885 est ou non d'ordre public, mais M. le conseiller Lepelletier, dans son rapport, avant l'arrêt du 18 avril 1887, s'explique assez longuement sur ce point et conclut pour la négative : cette opinion, qui nous paraît juste, semble d'ailleurs avoir été implicitement adoptée par la Cour. « Une loi qui abroge une autre loi d'ordre public, dit le conseiller rapporteur, pour faire rentrer l'objet de ses dispositions dans le droit commun, n'est pas une loi d'ordre public. Elle reconnaît, au contraire, que l'ordre public n'est plus intéressé au maintien des dispositions que lui seul avait rendues nécessaires et elle rend aux contrats l'effet que leur assure l'article 1134 du Code civil. Sans doute, en effaçant la disposition extraordinaire que l'ordre public avait inspirée, le dernier législateur a pu obéir à des considérations auxquelles l'ordre public n'est pas étranger. Le législateur de 1885 a pu penser et a pensé en effet que le crédit public, que l'économie sociale avait plus à perdre qu'à gagner au maintien des dispositions antérieures ; à ce sens général, toutes les lois s'inspirent de l'ordre public ; mais ce n'est pas à ce point de vue que, dans le sens juridique du mot, les lois sont réputées d'ordre public. C'est par opposition à celles qui régissent les rapports privés des citoyens contractant librement que certaines lois,

qui n'ont en vue que l'intérêt général, sont spécialement dites lois d'ordre public. L'article 1965, contraire à la liberté et à l'efficacité des conventions, était une de ces lois : la loi de 1885 qui l'abroge ne peut avoir ce caractère. » (1).

Du droit d'escompte et du report sous la législation actuelle.

Nous avons vu qu'il est toujours possible de réaliser une opération à terme en la transformant en une opération au comptant au moyen de l'escompte ou de la prolonger indéfiniment au moyen du report.

En l'absence de toute stipulation, il est reconnu que le droit d'escompte doit être considéré comme inhérent aux marchés à terme.

Quant au report, qui est une conséquence nécessaire du marché à terme, la jurisprudence lui appliquait avant la loi de 1885, la distinction qu'elle avait consacrée à l'égard de ces marchés : elle considérait que si dans les opérations de Bourse, le report se produisait souvent comme un moyen efficace et légitime d'employer utilement un capital ou des valeurs commerciales, il pouvait devenir l'instrument actif des jeux de Bourse prohibés et favoriser le spéculateur hasardeux en lui permettant de reculer sans

---

1. V. à ce point de vue et dans le même sens Lyon-Caen et Renault, n° 983.

cesse la réalisation de ses engagements. Elle reconnaissait en conséquence la légalité des *reports sérieux* et refusait aux *reports fictifs* tout effet et, par suite, toute action juridique (1).

Ces distinctions sont aujourd'hui sans objet et il faut appliquer spécialement aux reports *ce qui a été dit de la légalité des marchés à terme.*

Toutes les explications qui précèdent sont applicables aux marchés à prime, que M. Naquet, le rapporteur de la loi de 1885 au Sénat, caractérise dans les termes suivants, s'attachant à démontrer qu'ils ne renferment que l'application des principes les plus élémentaires du droit commun : « L'acheteur, dit-il, achète à quinzaine, à fin de mois, ou même à une date plus éloignée ; mais il se réserve la faculté de résilier à son gré, moyennant une somme fixe payée soit d'avance, soit au moment de l'expiration du délai, grâce à laquelle il se trouve entièrement dégagé. Le vendeur est lié, l'acheteur ne l'est pas. Les primes sont une variété de ce que, dans les transactions ordinaires, on appelle des arrhes (art. 1590 du C. civ.). Il existe toutefois une différence essentielle entre la vente faite avec des arrhes et le marché à prime ; c'est que la vente avec des arrhes est libre des deux côtés, tandis que dans le marché à prime l'exécution n'est facultative que pour l'acheteur. »

La jurisprudence a d'ailleurs reconnu dans un des

---

1. Req., 27 janvier 1852. Aff. Lacaron. D. P. 52.1.291. — Crim. Rej., 9 mai 1857. Aff. Lacaze. D. P. 57.1.146.

rares arrêts où elle ait eu à se prononcer sur la validité des marchés à prime, antérieurement à la loi de 1885, qu'en principe, ces marchés ne sont pas par eux-mêmes illicites et que comme les marchés à terme, ils ne le deviennent que lorsqu'ils constituent des jeux de Bourse (1). Le Tribunal de Commerce de la Seine avait déjà décidé que les marchés à prime qui, dans la commune intention des parties, ne devaient jamais être suivis de la livraison des titres achetés ou vendus, et n'avaient pour liquidation réelle que le paiement des différences suivant la hausse ou la baisse du cours de la Bourse, constituent des jeux de Bourse qui ne donnent lieu à aucune action en justice. « Considérant, a dit le Tribunal, qu'il s'agissait dans l'espèce, d'opérations faites à prime *qui, dans la pensée commune des parties*, ne devaient jamais être suivis de la livraison des titres achetés ou vendus, et n'avaient pour liquidation réelle que le paiement de différences, suivant la hausse ou la baisse du cours de la Bourse... » (2).

---

1. Req., 27 février 1878. Aff. Sablon de la Salle, D. P. 79. 1. 367.

2. Trib. de Comm. Seine, 12 décembre 1855. Aff. Guérard. contre Bernard. D. P. 56. 2. 42.

Section II

Marché à prime illégal à raison de la manière dont sont conçus les engagements dans les marchés à prime.

Le deuxième reproche adressé par M. Bozérian aux marchés à prime, ne nous semble guère plus concluant que le premier ; nous y avons d'ailleurs répondu en traitant de la validité du marché à terme. Au reste l'objection de M. Bozérian s'applique aussi bien aux marchés, fermes qu'aux marchés à prime. Il prétend que la remise des engagements entraîne une responsabilité pour les agents de change contrairement à la disposition de l'article 86 du Code de commerce ; nous avons vu ce qu'il en fallait penser. L'abrogation de cet article par la loi de 1885, rend l'argument sans intérêt. Il est possible, qu'en fait, les agents de change engagent dans certains cas leur responsabilité personnelle dans les marchés à prime comme dans tout autre marché à terme ; mais cette éventualité n'est pas suffisante pour frapper de nullité des opérations qui ne sont pas prohibées par la loi et qui ont souvent un caractère sérieux.

Section III

Marché à prime illégal à raison de la faculté laissée à l'acheteur d'exécuter le marché ou d'y renoncer. (Condition potestative viciant le contrat.)

La troisième illégalité dont M. Bozérian déclare

atteints les marchés à prime, consiste en ce que, dans sa pensée, la faculté qui appartient à l'acheteur seul de donner suite au marché ou d'y renoncer, moyennant l'abandon de la prime, constituerait une convention potestative dans le sens de l'article 1170 du Code civil, laquelle, aux termes de l'article 1174, entraînerait la nullité de la convention. « Dira-t-on, ajoute-t-il, que la prime peut être assimilée aux arrhes dont parle l'article 1590 du Code civil? Ce serait une erreur, car dans le cas dont parle cet article, il y a réciprocité entre le vendeur et l'acheteur; si celui-ci peut se départir du contrat en perdant ses arrhes, celui-là peut user de la même faculté en restituant le double de ce qu'il a reçu, ce qui n'existe pas dans les marchés à prime. » Cette opinion ne saurait être acceptée. Il est reconnu par tous les commentateurs du Code que la condition qui, aux termes de l'article 1174, rend la convention nulle, c'est la condition *purement potestative*, c'est-à-dire, celle qui est abandonnée à la libre volonté du débiteur. Par exemple, je vous paierai, *si je veux*. Mais dès que cette volonté est elle-même soumise à une condition, à une charge, l'article 1174 cesse d'être applicable. Ainsi, lorsque la partie qui se réserve la résiliation du contrat se soumet à payer quelque chose, dans le cas où elle userait de cette réserve, on ne peut plus dire que la condition soit potestative, dans le sens de l'article 1174, puisque la volonté de cette partie cesse d'être entièrement libre. La clause pénale enlève à la condition son caractère

vicieux et lui donne la force d'une condition libre. Spécialement, une vente d'immeubles, de marchandises, etc., faite sous la condition que l'acheteur pourra renoncer au marché moyennant une indemnité au profit du vendeur et sans que la même faculté soit attribuée à celui-ci ne saurait tomber sous l'application de l'article 1174 ; il y a dans un pareil contrat une obligation conditionnelle et alternative dont le vendeur ne peut refuser l'exécution.

Ces principes sont évidemment applicables aux marchés à prime, la prime devant être considérée comme une clause pénale. On ne peut pas dire que l'acheteur n'est pas lié par le marché, puisqu'il est obligé ou de l'exécuter ou de payer la prime stipulée.

Ainsi en a jugé la Cour suprême (1). « Cette faculté, dit la Cour, n'a pas encore le caractère de liberté absolue, d'immunité et d'absence complète de préjudice qui serait nécessaire pour constituer une condition potestative. Subordonnée à l'obligation d'abandonner la prime, c'est-à-dire, de la payer, elle est une clause pénale restrictive qui enchaîne l'acheteur, maîtrise sa volonté et ne peut lui profiter qu'en lui imposant un sacrifice dont le vendeur bénéficie. On ne saurait dire, dès lors, qu'elle livre le sort de l'opération à la discrétion capricieuse ou potestative de l'une des parties, et rompe la réci-

---

1. Req., 21 janvier 1878. Aff. Sablon de la Salle. D. P. 78. 1.161.

procité d'avantages qui forment la base des marchés licites (1).

En ce qui touche l'article 1590 du Code civil, l'argumentation de M. Bozérian ne nous semble pas plus sérieuse.

L'article 1590 en réglant le sort des arrhes en cas de renonciation à une promesse de vente, a eu uniquement pour objet de suppléer à la volonté des parties, dans le cas où elles ne se seraient pas exprimées dans la convention ; mais il n'est pas douteux qu'elles aient à cet égard le droit de faire tout ce qui leur plaît. On ne donnera pas, si l'on veut le nom d'*arrhes* aux sommes données et reçues sous d'autres conditions que celles exprimées dans l'article précité ; il y aura *dédit*, *clause pénale*, *pot-de-vin*, *denier à Dieu*, etc., mais la convention n'en sera pas moins valable et obligatoire pour les parties.

Les marchés à prime ne sont donc pas en opposition avec les règles du droit civil. Ils sont valables, en principe, parce qu'ils ne sont pas prohibés par la loi et ne violent ni directement, ni indirectement les règles des contrats civils ou commerciaux.

Avant 1885, il existait devant les tribunaux une sorte de présomption légale contre ces marchés, en raison des facilités qu'ils offrent à l'agioteur et de l'intention des parties révélée par la nature même de la négociation, de ne les exécuter que par le paie-

---

1. V. Buchère, n° 383. — Guillard, p. 49 et suiv.

ment des différences résultant de la hausse ou de la baisse des cours de la Bourse.

La question de savoir si les marchés à prime devaient donner lieu à l'application de l'article 1965 du Code civil se présentait rarement en justice, le règlement des primes étant ordinairement garanti de manière à éviter toute difficulté au moment de la liquidation. Nous avons cependant vu qu'ils étaient valables, lorsqu'ils n'étaient pas fictifs. Aujourd'hui, ils doivent être considérés comme sérieux, alors même qu'ils se résoudraient par un simple paiement de différences, alors même qu'il n'y aurait eu dans ces opérations qu'un jeu ou pari. La morale n'en souffre pas ; l'intérêt public en profite.

CHAPITRE IV

Droit comparé (1)

Les modifications si importantes apportées par la loi de 1885 dans l'appréciation juridique des opérations de Bourse ont été dues à un mouvement économique survenu à cette époque.

Ce mouvement n'a d'ailleurs pas été spécial à la France et nous avons été devancés sur ce point par plusieurs nations européennes.

Il n'est dès lors pas sans intérêt de présenter sommairement ici un exposé comparatif des législations étrangères relatives au genre de marché qui fait l'objet de notre étude.

Nous envisagerons successivement au cours de ces explications forcément restreintes, les législa-

1. Voir pour la législation comparée Buchère, *Traité des opérations de Bourse,* Paris, 1892. — Mettétal, *Jeux de Bourse.* — V. Densa, *Journal de Droit Intern. privé,* 1896. — Sayous, *Les Bourses allemandes de valeurs et de Comm.*, 1898. — Boudon, *La Bourse anglaise,* 1898.

tions analogues à la nôtre, celles qui s'en rapprochent, celles qui en diffèrent ; nous terminerons par un examen de la jurisprudence française en ce qui concerne les marchés à terme traités à l'étranger.

Section I

Législations analogues à la législation française

Angleterre (1). — A diverses époques, l'agiotage a attiré l'attention du gouvernement anglais, qui a essayé, sans grand succès d'ailleurs, d'y apporter un remède. Dès 1697, un *act* de Guillaume III tend à restreindre le nombre des courtiers et les pratiques pernicieuses des agioteurs. Cette loi faite pour une période de dix ans, était tombée en désuétude en 1707, et au XVIII[e] siècle, la spéculation alla grandissant. En présence de l'agiotage effréné qui avait gagné l'Angleterre, après la débâcle, en France, du système de Law, le Parlement, sur l'initiative de sir John Bernard vota en 1733 le *Bernard Act* qui déclarait illégaux tous les marchés qui n'avaient pour objet qu'un règlement de différences. Cet *act* rendu d'abord pour une période de trois années, puis fait

1. Voir plus spécialement Boudon, *La Bourse anglaise*, 1898.

Voir également le Rapport du ministre des Finances sur les Bourses de valeurs, 1903, p. 393 à 395.

perpétuel par un *act* de George II, frappe d'une amende de 500 livres sterling les vendeurs et acheteurs d'effets publics qui n'auraient pas au moment du contrat les titres ou l'argent, et leur refuse toute action en justice. Ces prohibitions restèrent lettre morte, par suite de la pratique suivie par la corporation de la Bourse de Londres, tendant à maintenir l'irrévocabilité de tous marchés quelconques, sans que jamais personne ait songé à contester ceux qui étaient faits en contravention à l'act de 1733. Bien mieux, un statut du Stock-Exchange porte, dès 1740, que quiconque voudra se prévaloir des dispositions du *Bernard Act* sera chassé de la Bourse.

Les opérations de la Bourse de Londres et les marchés à terme sont encore régis aujourd'hui par un statut de 1845 (Act 8 et 9 Victoria C. 109) qui a pour objet d'amender la loi relative aux jeux et paris et dont la section XVIII déclare *nuls* et *sans valeur* tous contrats et accords conclus sous forme de jeu ou de pari. Cet act diffère de l'act de 1734 en ce qu'il ne s'applique qu'aux marchés à terme ayant la forme de jeux ou paris et qu'il les déclare non pas illégaux, mais simplement nuls et sans valeur (*null. and void.*).

Les tribunaux ont souvent été appelés à trancher la question de savoir jusqu'à quel point les négociations faites au Stock-Exchange tombent sous la définition du jeu et pari, et dans le cas où le contrat serait nul entre les parties, si le droit qui appartient à l'agent intermédiaire de recourir contre son com-

mettant a été modifié par la section XVIII de l'Act Victoria. La jurisprudence a admis sur ce point une distinction, d'après laquelle les marchés à terme constituant un jeu ou pari sont déclarés nuls, mais non illégaux. En conséquence, l'agent intermédiaire, le *stock-broker*, a le droit de réclamer contre son commettant le paiement des différences résultant de la liquidation de ces marchés.

Cette décision de la jurisprudence a soulevé quelques protestations. En 1860, lors de la discussion du *stock jobbing bill*, M. Bowill, membre du Parlement, demanda le maintien du *Bernard Act*, au moins en partie, ajoutant qu'on devait valider les opérations faites de bonne foi et exclure les autres. Le représentant du gouvernement répondit que tel était le but de la loi proposée et la motion n'eut pas de suite.

Donc, malgré le statut de 1845, les marchés à terme sont légaux en Angleterre, et leur exécution peut être réclamée par les intermédiaires devant la Cour de *Common law*. Cela résulte de la déclaration faite par un des principaux banquiers de Londres qui, interrogé par M. Mettétal, avocat à la Cour de Paris, sur la situation des marchés à terme en Angleterre répondait le 14 février 1882, par la déclaration suivante citée par M. Naquet, dans son rapport sur la loi de 1885 : « L'état actuel, après bien des litiges et des décisions nombreuses en justice, est que les marchés à terme sont parfaitement légaux et reconnus comme tels. Ils s'appliquent à toutes sortes de

valeurs et peuvent faire l'objet de réclamations devant la juridiction de *Common law*. » (1).

Ajoutons que, contrairement à ce qui se passe chez nous, les différences entre *brokers* et *jobbers* doivent être payées chaque quinzaine, sinon le défaillant est exclu du stock-exchange et n'y peut rentrer qu'avec l'agrément du Comité.

Le marché à prime en Angleterre. — On ne pratique pas, constamment, tout au moins, en Angleterre, de primes différentes pour une même échéance. L'écart entre le cours du ferme et celui auquel la prime est traitée reste toujours fixe : il est exactement représenté par le montant de la prime accrû de l'intérêt moyen du report ; par exemple, en France, sur une rente de 100 francs on peut faire des primes pour la même échéance, dont 1 franc, dont 0 fr. 50 dont 0 fr. 25, etc. ; en Angleterre, il n'en est pas ainsi ; les marchés à prime y sont pratiqués pour des échéances plus nombreuses et plus éloignées, puisque certains vont quelquefois jusqu'à un an de date, cependant, tous n'ont qu'un écart unique, celui-ci étant représenté par le montant uniforme de la prime, plus un report modique pour chaque échéance. Ainsi, pour une rente dont le cours serait à 100 francs, on traitera pour fin courant à 100 fr. 25 ; pour fin prochain, à 100 fr. 45 (0.25 représentant la prime et 0.20 l'intérêt de l'argent) ; pour une échéance de deux mois à 100 fr. 90 (0.50 représen-

1. V. Mettétal, *Jeux de Bourse*, p. 136.

tant le montant de la prime et 0.40 l'intérêt de l'argent), etc.

Comme en Allemagne, on pratique en Angleterre trois sortes de marchés à prime, ou trois sortes d'options : le *put*, le *call*, le *put and call*.

Pour comprendre le mécanisme des primes anglaises, il suffit de considérer que le spéculateur achète à option la valeur au cours du jour, et qu'en considération de cette faculté, il s'engage à payer à sa contre-partie une indemnité qui est le montant même de la prime.

Acheter un *call* correspond donc au droit de lever un titre à l'échéance, moyennant l'indemnité stipulée ; acheter un *put* correspond au droit inverse de livrer le titre ; acheter un *put and call*, au double droit de lever ou de livrer le titre. Cette dernière condition étant la fusion des deux précédentes, est naturellement double de celle du *call* et du *put*.

Inversement vendre le *call*, le *put*, le *put and call* consiste à recevoir de l'acheteur lesdites indemnités, moyennant quoi il est maître de livrer, de lever ou de faire l'un ou l'autre à son choix.

Exemple de call. — La rente étant à 100 francs, je désire prendre un engagement conditionnel. J'achète pour fin de mois une prime à 0,25 sur cette rente. Je paierai donc 100 francs dont 25, selon l'expression consacrée à Paris, ou pour parler le langage de la Bourse anglaise : 100 francs plus 25.

Si à l'heure de la réponse des primes, la rente est au-dessus de 100 francs, je lève ma prime et par con-

séquent, je deviens acheteur de ferme au cours de 100 fr. 25. Si la réponse se fait au-dessous de 100 francs, j'abandonne ma prime dont le montant est payé par moi au vendeur, et, en ce cas, l'opération ne donne lieu à aucun mouvement de titres.

Exemple de put. — La rente est à 100 francs. J'achète le droit de livrer cette rente à ce prix. Si lors de la réponse des primes, la rente est au cours de 100 francs plus 25, je n'ai aucun intérêt à livrer à ce prix, j'abandonne alors ma prime ; si, au contraire, le cours est inférieur à 100 francs, j'effectue la livraison.

Exemple de put and call. — J'achète le droit de livrer ou de lever la même rente au cours de 100 francs. Je paierai donc nécessairement une double indemnité, c'est-à-dire, suivant l'exemple précité, 0,50.

Si, au moment de la réponse des primes, la rente est descendue à 99 fr. 50, j'ai intérêt à lever, puisque je gagne la différence entre ce cours et celui de 100 — 0,50 montant de l'indemnité moyennant laquelle j'ai le droit de lever ; si, au contraire, elle est montée au-dessus de 100 fr. 50 j'ai intérêt à livrer, par la raison inverse que je gagne la différence entre ce cours et celui de 100 francs (plus 0.50 d'indemnité) cours auquel j'ai le droit de lever.

On pratique encore d'autres opérations à prime : le *call ou put of more*, consistant à acheter ou à vendre une certaine quantité de ferme avec la faculté d'en lever ou d'en livrer une fois, deux fois, etc., le montant. Dans ce cas, l'indemnité est représentée

par une majoration ou une diminution du prix du ferme. Mais ce sont là de simples combinaisons de jeu, qu'il est sans grand intérêt de mentionner ici. Les opérations à prime, en effet, qui comportent pour les parties la faculté d'exécuter le marché ou d'y renoncer sont contraires aux dispositions du Bernard's Act et du Victoria Act et sont régulièrement annulées par la justice.

La réponse des primes a lieu pour les valeurs soumises à la liquidation des consolidés le premier jour de cette liquidation, à 2 h. 3/4; pour les valeurs assujetties aux liquidations de quinzaine le premier jour de cette liquidation à midi 3/4 ; pour les marchés à option, traités pour une autre date que celle de la liquidation, le jour convenu à 2 h. 3/4.

De la différence des primes à Londres et à Paris. — A Londres, les primes sont cotées à part et basées sur des écarts fixes.

Tandis qu'à Paris, l'acheteur de primes, au Parquet, tout au moins, ne peut acheter que pour trois liquidations, à Londres, il peut acheter pour telle date qu'il lui plaît. Au 1er mai, on ne peut acheter chez nous des primes que pour fin juin au maximum · à Londres, on peut acheter pour fin juillet ou fin août et même plus loin encore. A Paris, l'acheteur de primes n'est tenu que pour le montant de la prime, quel que soit l'écart ; à Londres, il doit payer l'écart, c'est-à-dire que dès le jour de l'opération, l'acheteur est considéré commme acheteur de ferme avec l'écart donné. Si sur le cours de 100 livres, j'achète du

Rio fin juin, avec 3 livres 1/2 d'écart, je suis considéré comme acheteur du Rio à 103 1/2, et au jour de l'échéance, je suis obligé de payer la différence si les cours sont inférieurs à 103 livres 1/2.

A Paris enfin, il n'y a que des primes à la hausse ; à Londres, il y a aussi des primes à la baisse. Si, prévoyant la baisse du Rio d'ici quelque temps je veux en profiter, je puis me mettre vendeur pour une date quelconque et alors je vends pour fin juin avec le même écart au-dessous du cours du ferme que celui que j'aurais eu si j'avais voulu acheter pour la même date 3 1/2—4 1/2 pour fin juin et 4 1/2—5 1/2 pour fin juillet. Sur le cours de 100 livres, je serai donc vendeur à 96 1/2 ou à 94 1/2 suivant la date. Avant que je commence à réaliser un bénéfice soit en hausse, soit en baisse, il faudra que le Rio monte ou baisse de 3 livres 1/2 ou de 5 livres 1/2.

S'il s'agit d'une valeur d'un prix moindre et dont les cours sont moins agités que celui du Rio, les écarts seront également moindres.

Par exemple, pour la de Beers deferred, les écarts seront : pour fin juin 7/8 — 1 ; pour fin juillet 1 1/8 — 1 1/4.

Autriche-Hongrie (1). — En Autriche, l'organisation des Bourses est actuellement régie par une loi du 1er Avril 1875. Antérieurement à cette loi, ces Bourses n'étaient qu'au nombre de quatre et chacune

---

1. Ministère des Finances. *Bourses de valeurs*, p. 111 et 112.

d'elles était soumise à un règlement particulier. La crise qui ébranla la Bourse de Vienne en 1873, vint révéler l'insuffisance et les abus de ce régime.

A l'époque où le projet de loi sur l'organisation des Bourses vint en discussion devant la Chambre, la question de la légalité des marchés à terme passionnait déjà l'opinion publique. Dans la séance du 25 février 1875, le docteur Neuwirth, député, fit remarquer que le paragraphe 12 avait pour objet de faire disparaître les dispositions du Code civil sur le jeu et le pari. Il eût fallu, à son avis, élaborer une loi spéciale, les marchés à terme n'étant utiles ni au commerce en général, ni à la Bourse en particulier, les marchés ne permettant pas d'éviter les oscillations des cours ou de les déterminer d'une façon exacte.

Le rapporteur lui répondit qu'il n'y avait pas de matière sur laquelle tant d'hommes de talent et de science aient écrit autant de traités que celle des marchés à terme. Le résultat de ces recherches, ajoutait-il, a été de prouver qu'on ne saurait confondre ces marchés avec le jeu ou le pari. Les affaires de primes, par exemple, n'ont rien de commun avec le jeu ni avec le pari. Quel est le signe propre du pari ? c'est qu'il y a eu jeu des deux parties : il n'en est pas ainsi dans ces affaires, puisque le contractant s'engage à une certaine livraison et que son partenaire lui donne une garantie déterminée de paiement. Il y a dans ce marché une sorte de contrat d'assurance. L'un des contractants acquiert la possibilité de s'as-

surer contre des pertes plus grandes que la prime stipulée ; l'autre est d'avis que le danger n'est pas aussi grand que le suppose le donneur de prime ; il fait entrer dans son calcul l'acquisition de la prime assurée, contre un danger supposé.

Le rapporteur déclarait en outre qu'au point de vue de la légalité des marchés à terme, il faut se rappeler ce principe que personne ne doit profiter de sa propre fourberie. Si un honnête homme a contracté avec un personnage indélicat, il n'est pas possible de refuser toute action à celui-là et de permettre à celui-ci d'invoquer sa propre turpitude.

La question fut tranchée par l'article 13 de la loi du 1er avril 1875 : Dans les procès relatifs à des opérations de Bourse, l'exception tirée de ce que la demande est fondée sur une opération de différence constituant un jeu ou un pari n'est pas admissible.»

Depuis cette époque, la légalité et la validité des marchés à terme, quelle qu'en soit la nature, et qu'il s'agisse d'un marché ferme ou à prime, ne peuvent plus être discutées en Autriche. — Il reste cependant encore aujourd'hui bien des obscurités et des hésitations sur la portée de l'étendue de la loi de 1875, qui, en tous cas, ne vise que les opérations conclues en Bourse.

Le principe de cette loi est que les Bourses ne sont pas des établissements publics, mais des établissements privés constitués par des particuliers qui ne doivent subir le contrôle de l'Etat que dans la mesure où l'ordre public l'exige. Elle ne distingue pas

entre les bourses de marchandises et les bourses de valeurs mobilières. Elle déclare actes de commerce toutes opérations de Bourse. Elle a été complétée par une loi du 4 avril 1875 sur les courtiers de commerce et les agents de change. Les nécessités d'une cote officielle ont paru au législateur ne pas permettre la suppression des courtiers officiels. Toutefois, leur ministère n'est pas obligatoire et les parties sont libres de conclure directement leurs marchés sans intermédiaires. La loi soumet seulement le choix des courtiers à des conditions d'aptitude et de moralité et à une surveillance sévère.

La Bourse de Budapest (Hongrie) a été complètement réorganisée depuis le 1er avril 1875 et a été l'objet de règlements qui font autorité dans la matière, bien que cette Bourse n'ait qu'une minime importance parmi celles de l'Europe. Elle est soumise à la loi autrichienne et, à ce titre, l'article 13 de cette loi s'oppose à ce que les opérations soient contestées, sous le prétexte qu'elles pourraient renfermer un jeu ou un pari tombant sous l'application des dispositions de l'article 1271 du Code civil autrichien.

Italie. — La question de validité des marchés à terme a passé, en Italie, par des vicissitudes analogues à celles de la jurisprudence française. Les tribunaux saisis de la question. recherchaient la manière dont s'étaient conclues les opérations et déclaraient nulles celles qui leur semblaient constituer un jeu de Bourse. En 1871, un Congrès tenu à

Naples, désireux de mettre fin à cet état de choses déclara qu'il était indispensable que le Code reconnût la légalité des marchés à terme faits en conformité des usages commerciaux. Un projet de loi fut présenté en ce sens en 1874 par le gouvernement et donna lieu à une très vive discussion à la Chambre et au Sénat. Ce n'est cependant que le 13 septembre 1876 que fut promulguée la loi qui soumit les opérations de Bourse à la taxe du timbre, mais qui consacra en même temps les principes qui servent aujourd'hui à la validité des opérations de Bourse et reconnut la légalité des marchés à terme dans un article ainsi conçu : « Une action en justice est accordée aux contrats à terme, même quand ils ont pour objet le seul paiement de différences. »

Toutefois, malgré la netteté de cet article, la question reste discutée. La plupart des tribunaux prétendent que cette loi étant une loi d'impôt sur la Bourse, ne peut avoir pour effet de modifier le droit civil ; d'après d'autres, ce texte établirait simplement une présomption *juris tantum* de validité et admettrait encore l'exception de jeu, si en fait, il y avait eu jeu de Bourse. Il semble cependant que depuis quelques années, la jurisprudence ait une légère tendance à s'affirmer pour la validité de ces marchés (1).

Belgique. — Les Codes français sont restés en

---

1. C. d'appel de Gênes, 30 avril 1886 (*Dr. financ.* 1888, p. 312). — Cour de Rome, 17 juillet 1886 (*Journal de Dr. Internat.*, 1888, p. 696).

vigueur en Belgique, tant qu'une loi locale n'est pas venue les modifier (1). Sous l'empire du Code de commerce français les agents de change nommés par le roi avaient le monopole exclusif des négociations des effets publics et autres, cotés ou susceptibles d'être cotés. Ils étaient assujettis à toutes les obligations imposées par les articles 75 et suivants de notre Code de commerce.

Mais l'opinion publique réclamait une réforme et le libre exercice de ces fonctions ; cette réforme fut réalisée par la loi du 30 décembre 1867, qui substitua en Belgique le régime de la liberté au régime du monopole, et qui constitue la loi fondamentale pour les marchés à terme, sauf quelques lois et décrets postérieurs de réglementation. Aux termes de cette loi, le titre V, livre Ier du Code de commerce français est abrogé et remplacé par des dispositions spéciales qui proclament les principes suivants : liberté pour tous d'établir des Bourses de commerce ; liberté de faire coter les valeurs négociables belges ou étrangères, sans autorisation du gouvernement ; liberté d'exercer la profession d'agent de change moyennant le paiement d'une patente (l'art. 64 déclare que les agents de change et courtiers sont ceux qui servent d'intermédiaires pour les actes de commerce).

Cette loi a eu pour conséquence la suppression complète du monopole des agents de change. Le

---

1. Voir Rapp. du min. des Fin., *Bourses de valeurs*, 1903, p. 152 à 159.

public peut aujourd'hui s'adresser à tout mandataire qu'il lui convient de choisir et lui confier toutes négociations à conclure à la Bourse.

La liberté de faire des marchés à terme résulte de la suppression des articles 404, 419, 421 et 422 du Code français de 1810 qui punissaient les paris sur la hausse ou la baisse des effets publics et de leur remplacement par un article ainsi conçu : « Les personnes qui, par des moyens frauduleux quelconques, auront opéré la hausse ou la baisse du prix des denrées ou marchandises ou des papiers ou effets publics, seront punies d'un emprisonnement d'un mois à deux ans et d'une amende de 300 à 10.000 francs ».

Les Chambres belges ont d'ailleurs manifesté non moins clairement leur intention d'abroger les anciennes dispositions prohibitives des marchés à terme en rejetant l'article 90 du projet de loi présenté par le gouvernement. Cet article portait que « les marchés qui, sous forme de vente ou de tout autre contrat ne contiennent que des obligations éventuelles de payer les différences des cours, au terme convenu, sont régis par les dispositions du Code civil sur le jeu et les paris ».

En adoptant cet article, on eût introduit dans une loi spéciale, la consécration en matière de Bourse de l'exception de jeu résultant de l'article 1965 du Code civil. En proposant le rejet, la Commission de la Chambre des représentants a formellement déclaré que la seule circonstance qu'un marché à terme peut

se résoudre par le paiement de la différence des cours ne permet pas d'y appliquer les articles 1965 et 1967 du Code civil. Le ministre de la Justice consentit à la suppression de cet article 90 en déclarant que la jurisprudence était fixée sur ce point et que les tribunaux admettant que les opérations sont qualifiées jeux et par suite prohibées, lorsqu'elles ne sont pas sérieuses, cet article devenait inutile.

L'article 90 ayant disparu de la loi du 30 décembre 1867, cette loi ne contient aucune disposition sur les marchés à terme et les tribunaux ne tenant aucun compte de la déclaration de la Commission de la Chambre des représentants, continuent à appliquer en Belgique l'article 1965 du Code civil, lorsque l'exception de jeu est soulevée devant eux et lorsqu'il est établi que ces marchés ne sont pas sérieux et ne constituent que des jeux de Bourse (1).

Il ne faudrait pas conclure de là que l'opinion publique est favorable au maintien de l'exception de jeu et à la prohibition des marchés à terme. Depuis 1867, nombre de pétitions ont été adressées à ce sujet à la Chambre des représentants. En 1882, l'Union syndicale de Bruxelles fit une démarche auprès du ministère de la Justice pour obtenir que le gouvernement prît l'initiative de la suppression de l'exception de jeu.

---

1. Bruxelles, 3 juillet 1869 ; 8 juin 1870, *Pasicrisie*, 1869. 2. 353 ; 1870. 2. 257. — 30 juillet 1888, *Belgique judiciaire*, 1888, p. 1298. — Gand, 24 juillet 1873, *Pasicrisie*, 1893.2.239.

Malgré la poussée de l'opinion publique, les Chambres belges semblent vouloir adopter le système admis par la jurisprudence.

A la suite d'une proposition de M. de Mot, bourgmestre de Bruxelles, tendant à réglementer les professions d'agent de change et de courtier, une commission extra- parlementaire fut nommée, et le Sénat belge, dans sa séance du 21 avril 1903, a voté une loi qui constitue un retour à la législation antérieure au Code civil même. En effet, d'après cette loi, les paris ou jeux de bourse, c'est-à-dire toutes opérations se réglant par des différences, sont frappés de nullité comme contraires aux bonnes mœurs.

Cette loi, soumise à la Chambre des représentants, n'a pas été admise jusqu'à présent. Il faut souhaiter que la Belgique ne vote point un projet qui arrêterait complètement l'essor des marchés à terme.

Sous l'empire de la législation de 1867 actuellement en vigueur, les Bourses de Commerce ou de valeurs ne sont plus des réunions placées sous l'autorité du gouvernement. Elles sont devenues des marchés libres qui, à raison de leur caractère public, restent soumis aux lois de police, mais l'intervention de l'autorité communale n'y est admise que pour le maintien de l'ordre. Il est permis à toute personne belge ou étrangère, d'ouvrir une Bourse, d'en régler les conditions d'admission et d'en fixer les heures d'ouverture et de fermeture. L'article 62 de la loi du 30 décembre 1867 dispose que les résultats des négociations et des transactions qui s'opè-

rent dans les Bourses de commerce servent à déterminer le cours du change des effets publics et autres. D'après l'article 63 ce cours doit être constaté par une commission composée de six à quinze membres que désigne pour trois ans l'administration communale sur la présentation d'une liste double dressée par le Tribunal de Commerce. Il appartient aux propriétaires de Bourse d'admettre les valeurs ou de les interdire. Aux termes du règlement du 4 mai 1874 qui régit la Bourse de Bruxelles, dont la ville est propriétaire, l'admission à la cote est accordée par la commission chargée de constater les cours. L'agent de change n'est plus aujourd'hui en Belgique qu'un commerçant ordinaire n'ayant aucun caractère public ; son intervention n'est plus exigée pour certifier les déclarations de transfert, d'inscriptions de rentes nominatives de la dette publique.

Des primes en Belgique. — Il existe en Belgique des primes à la hausse et des primes à la baisse. Ces dernières sont vulgairement appelées : *ou*. On dira par exemple : sur le cours du ferme à 395 j'achète 50 Saragosse à 388 *ou* 5 et non pas *dont* 5 comme chez nous. Si au jour de la réponse des primes, la Saragosse est à 400, la prime est abandonnée et je paie 5 francs de dédit par titre. Si au contraire la réponse se fait à 360, je suis considéré comme ayant vendu à découvert à 388 francs.

Pays-Bas (1). — Le marché des valeurs, se con-

1. Ministère des Finances, *Bourses de valeurs*, p. 475 et suiv.

centre dans les Pays-Bas, à la Bourse d'Amsterdam qui occupa durant le XVII^e^ et le XVIII^e^ siècles une place prépondérante dans le monde entier. Cette bourse date de 1608. La loi actuelle pour les marchés à terme est un règlement en date du 27 décembre 1876. Par ce règlement pris par les banquiers, courtiers et commerçants pour défendre leurs intérêts, le commerce des fonds publics est organisé sur des bases très fortes et sur des principes de liberté. Le public se trouve en contact avec des intermédiaires qui ont fait preuve d'honorabilité et de solidité depuis longtemps.

Même dans le cas où les opérations se soldent par des différences, les tribunaux admettent la plupart du temps, vu la bonne foi de la corporation, leur validité.

Suisse. — Une loi du canton de Genève du 29 février 1860 a reconnu la légalité de tous les marchés de Bourse. Ces marchés peuvent se résoudre par des différences d'accord entre les contractants. Pour avoir date certaine, ils doivent être enregistrés par les commissaires. A Bâle, la loi qui régit actuellement les transactions de Bourse, date du 8 avril 1897. Tous les membres de la *Chambre de Bourse*, créée en 1854, sont autorisés à conclure des opérations sur valeurs, privilège autrefois réservé aux agents de change et aux courtiers assermentés ; comme à Genève, c'est donc la liberté complète des marchés à terme. A Zurich, la Bourse qui date de 1875 est régie par une loi du 31 mars 1896, modifiée le 24 février 1898, aux termes de laquelle

l'exercice de la profession de courtier ou d'agent de change est soumis à l'autorisation de la direction de l'Intérieur. Il y a donc à Zurich une liberté moins complète qu'à Genève et à Bâle ; cela tient sans doute à l'influence allemande qui s'y fait plus particulièrement sentir ; toutefois, les marchés à terme ne sont pas entravés.

Mais quelle que soit la liberté des transactions dans les Bourses suisses, l'article 512 du Code fédéral sur les obligations déclare qu'aucune action en justice n'est accordée aux marchés à terme sur valeurs, qui présentent les caractères du jeu ou du pari (1).

Turquie. — La Turquie n'a qu'une Bourse, celle de Constantinople, qui date de 1783 et fonctionne, sous la surveillance du ministère des Finances, en vertu de deux règlements, du 1er décembre 1879 et du 15 avril 1886.

D'après ces règlements, qui par suite de l'approbation par iradé impérial, constituent de véritables lois, les marchés à terme sont valables dans les rapports des intermédiaires avec leurs clients.

Or, malgré les textes, et tout comme chez nous, la validité des marchés à terme donne lieu à discussion. Les tribunaux estiment que la loi du 12 au 24 septembre 1867 qui déclare illégales les opérations qui ont lieu uniquement sur la hausse ou sur

---

1. Ministère des Finances, *Bourses de valeurs*, p. 577 et suiv.

la baisse est toujours en vigueur, et que, par suite les opérations qui se résolvent par le paiement d'une différence, sont sans valeur et ne donnent lieu à aucune action en justice (1).

République Argentine. — Dans son Code de commerce de 1890, la République Argentine, tout en admettant le principe de la validité des marchés à terme déclare (art. 80) que « les spéculations appelées jeux de Bourse, qui consistent dans des ventes et des achats, n'obligeant aucune des parties à faire livraison, et devant uniquement se résoudre en paiement de différences, entre le jour de l'achat et celui de la livraison, sont des contrats illicites ne produisant aucun effet légal. »

Japon. — De même au Japon, depuis 1890, les marchés à terme sur valeurs sont reconnus licites, mais on refuse toute action en justice lorsque les parties ont entendu régler ces marchés par le paiement de différences.

Section II

Législations se rapprochant de la législation française

Russie. — La Bourse de Saint-Pétersbourg, une des plus anciennes de l'Europe, fondée en 1703 par Pierre le Grand, est la seule qui existe actuellement en Russie.

1. Ministère des Finances, *Bourses de valeurs*, p. 617 et suiv. — Congrès international des valeurs mobilières à l'Exposition de 1900.

Une loi du 27 juin 1900, actuellement en vigueur, l'a séparée en Bourse des valeurs et Bourse des marchandises, chacune de ces sections ayant un conseil d'administration spécial.

Les marchés à terme sont administrés depuis 1893. Au titre des Sociétés, le Code civil russe contenait une disposition assimilant au jeu, et par suite, estimant nuls tous les marchés à terme. Cette disposition semble avoir été abrogée .en 1893 on a spécifié effectivement à cette date l'interdiction des marchés à terme sur matières d'or dans le but d'éviter la dépréciation de l'argent ; cette restriction permet de conclure que les marchés à terme sur les fonds nationaux russes et étrangers, sont autorisés et soumis au droit commun (1).

Espagne. — On ne trouve pas en Espagne de traité relatant l'origine des Bourses, et cependant dès la plus lointaine antiquité, des collèges commerciaux s'étaient fondés dans les principales villes maritimes et les *lonjas* de Cadix, de Séville et de Tarragone, point de départ des Bourses espagnoles, ne furent que la reproduction des *loggias* de Rome.

Ruiné par les invasions des barbares, le commerce espagnol commença à renaître vers le XIIIe siècle. Madrid n'eut sa *lonja* qu'en 1632, mais par suite du manque d'affaires, sa Bourse réelle ne fonctionna que

---

1. V. *Bulletin des lois de l'Empire russe* du 10 juin 1893.— V. aussi *Bulletin de statistique et de législation comparée* du min. des Fin., février 1901.

vers 1830, époque à laquelle elle revêtit un caractère officiel (1). Elle est d'ailleurs aujourd'hui presque exclusivement destinée à la négociation des fonds d'Etat et des sociétés particulières, ainsi que celle de Bilbao.

La Bourse de Barcelone, au contraire, ne s'occupe que de la négociation des valeurs industrielles, et bien que n'étant pas officiellement reconnue en droit, elle a, en fait, une importance considérable.

Les sources légales des Bourses se trouvent dans le Code de commerce de 1885, dans les règlements spéciaux, et pour les cas non prévus dans les usages du commerce, sur chaque place et dans le droit commun.

En vertu de l'article 74 du Code de commerce, toute personne peut opérer au comptant ou à terme sur fonds publics, valeurs industrielles ou commerciales. Toutefois, les usages en matière de liquidation ne sont pas identiques à ceux en vigueur chez nous. Ainsi, à Barcelone, les différences se liquident journellement, au moyen d'une garantie préalable de leur montant ; à Madrid, les liquidations se font toutes en fin de mois.

Le décret du 21 mars 1831 qui créa en Espagne la première Bourse, à Madrid, décida que dans les marchés à terme, le terme ne pourrait excéder

---

1. V. communication faite au Congrès internat. des valeurs mobilières en 1900, par M. Garcia Gomez.

V. aussi min. des Fin., *Bourses de valeurs*, p. 255 et suiv.

soixante jours et reconnut valables les opérations faites de bonne foi.

Interdites comme immorales par un décret du 5 avril 1846, les opérations de Bourse à terme furent de nouveau autorisées en 1847, à condition que les titres fussent déposés et que le terme ne dépassât pas cinquante-neuf jours.

Une loi du 8 février 1854 supprima la formalité du dépôt, et interdit de reculer le terme au delà de la fin du mois en cours ou de la fin du mois suivant. En 1869, la liberté des négociations de Bourse fut proclamée, mais un nouveau décret, promulgué le 9 juillet 1874, remet en vigueur la législation de 1846.

Enfin, le Code de Commerce de 1885, s'inspirant de la législation libérale de 1869, déclare valables toutes les opérations faites en Bourse et leur accorde des actions et des obligations dont l'exécution peut être poursuivie devant les tribunaux.

En l'état actuel, la législation espagnole est donc le régime le plus libéral qui existe et le plus favorable aux marchés à terme. Toutefois, il faut remarquer que la jurisprudence n'accorde pas toujours d'action, quand le règlement se résout par des différences.

Section III

Législations hostiles aux marchés à terme

Allemagne (1). — En Allemagne, jusqu'à ces dernières années, l'exception de jeu ne pouvait être invoquée à raison d'obligations résultant de marchés à terme que s'il y avait un engagement entre les parties de ne pas livrer les titres. Ce n'est que dans ce cas, suivant un arrêt de la Cour suprême de l'Empire du 4 juin 1872 qu'il y avait convention de jeu.

Dès 1885, cependant, un revirement se produit dans la jurisprudence, et le Reichsgericht décide qu'il suffit pour refuser toute action, que l'intention commune de liquider le marché par un simple paiement de différences ait été *tacite* au moment de la négociation.

En 1896, le Reischtag qui n'avait point encore été appelé à légiférer sur la matière, a édicté une réglementation sévère qui est allée à l'encontre du but poursuivi. Pour remédier à un mal nécessaire, on a provoqué une énorme crise financière, des perturbations et des ruines.

A la suite de quelques banqueroutes frauduleuses

---

1. V. Sayous, *Les Bourses Allemandes de valeurs et de commerce*, 1898.

V. aussi : Communication de M. Delamotte, Inspect. des Finances au Congrès des valeurs mobilières de 1900.

retentissantes, une commission d'enquête fut nommée qui dans un sentiment de philanthropie pour les victimes, d'animosité pour les intermédiaires, suggéra au gouvernement des dispositions restrictives de la liberté des transactions. Ces restrictions furent exagérées encore par le Reischtag qui, le 22 juin 1896, vota une loi prohibant les affaires à terme en marchandises et en valeurs industrielles.

C'est au nom de la morale, pour combattre les excès de la spéculation, que le Reichstag a écarté les formes adoptées par le commerce, sous prétexte qu'elles favorisent l'exploitation de gens incapables et parce qu'il était possible de distinguer *à priori* si l'opération devait se liquider par la levée de titres, leur livraison ou le paiement d'une différence. Or, jamais les banques n'ont été exploitées comme depuis la promulgation de la loi, « jamais prime à la fraude n'a été aussi grande que depuis cette époque » (1).

Aux termes de la loi de 1896, nul ne peut faire d'opérations sans avoir été au préalable inscrit sur le « Bœrsenregister » (registre de Bourse). Celui qui est inscrit sur ce registre est obligé de s'exécuter, son inscription lui enlevant la possibilité de contester ses dettes, mais il n'en est pas de même de celui qui n'est point inscrit. Ce dernier, tout comme l'autre, pourra spéculer chez divers banquiers, donner des

---

1. V. Raffalovich. *Economiste Français*, 1903, t. XI, p. 901.

ordres et encaisser les bénéfices si ses opérations sont fructueuses, mais si les choses tournent mal, il invoquera l'exception de jeu et déclarera qu'il n'est point inscrit sur le registre de Bourse.

Quelquefois les Chambres de discipline des Bourses excluent le débiteur malhonnête, mais le plus souvent, les victimes sont obligées de passer la créance par profits et pertes. Les gens sans scrupule peuvent spéculer sans risques ; ils encaissent les bénéfices et répudient les pertes. Dira-t-on que les banquiers devraient refuser les ordres de clients non inscrits au registre ? Non, car dans ce cas, plus d'affaires possibles, personne ou presque personne n'étant inscrit et ne voulant se faire inscrire.

La loi de 1896 a eu surtout pour but d'entraver les opérations à terme. Elle n'admet leur validité juridique que pour les valeurs désignées par les autorités compétentes, et sous la condition expresse que ces marchés soient conclus par des personnes officiellement reconnues comme des spéculateurs à terme. Certaines valeurs peuvent être interdites par le Conseil fédéral (art. 50 § 1er). Il en est d'autres qui sont exclues d'après le texte même de la loi, par exemple, les actions de mines ou d'industrie et les actions des sociétés dont le capital est inférieur à 20 millions de marks (art. 50 § 2).

En approfondissant les termes employés par le législateur, on peut d'abord conclure que les valeurs non cotées officiellement peuvent faire l'objet de transactions à terme, puisque l'article 48 déclare

qu'il faut une *fixation officielle de cours* pour les opérations de cette nature et leur validité. C'est une situation peu en rapport avec l'esprit de la loi qui entend prohiber les marchés à terme dans leur sens le plus général.

D'autre part, pourquoi exclure du marché des actions de mines ou d'industrie? Il y a là de l'arbitraire qui ne saurait s'expliquer. D'ailleurs, une interdiction de cette nature ne tend-elle pas à pousser les fondateurs d'entreprise à exagérer le capital social pour atteindre la limite de 20 millions de marks ?

En créant le registre de Bourse, le législateur semble avoir voulu éloigner du marché à terme les joueurs, simples particuliers, fonctionnaires, etc., et donner une base solide aux transactions conclues entre personnes inscrites ; il a voulu faire de ce registre « la pierre angulaire des marchés à terme » (1). Pas d'inscription, pas de marché valable.

Le législateur a-t-il atteint le but qu'il s'était proposé ? A-t-il éloigné les spéculateurs du marché ?

Bien au contraire, et pour s'en convaincre, il suffit de jeter les yeux sur les annonces que publient journellement les grands quotidiens.

« A des personnes solvables que les transactions à terme ont momentanément mis dans l'embarras ou qui ont de grosses sommes à payer pour d'autres raisons, écrit l'un d'eux, on offre des conseils pour indiquer de quelle façon légale ils pourront se débarrasser de leurs engagements. »

1. Min. des Fin., *Bourses de valeurs*, p. 28.

La jurisprudence ayant suivi les errements du législateur, le commerce légitime est aux abois, les affaires diminuent, les recettes du Trésor baissent dans d'effrayantes proportions.

En supprimant les opérations à terme on n'a ni moralisé la Bourse, ni fait disparaître la spéculation. Celle-ci a trouvé ce qu'il lui fallait dans une modification des opérations au comptant ; il en est résulté une grande immobilisation de capitaux et un renchérissement notable de l'argent.

D'autre part, la loi sur le timbre du 14 juin 1900, en introduisant un relèvement de l'impôt sur les transactions, a enlevé davantage encore l'élasticité à la Bourse ; le nouveau tarif est beaucoup trop onéreux pour la masse des transactions courantes qui se liquidaient autrefois avec des différences minimes. Le droit de trois dixièmes par mille rend impossible la masse des petites opérations.

Les arbitrages ont également dû disparaître par suite de l'apparition des taxes sur les transactions de Bourse qui n'existent pas dans d'autres pays.

Le marché allemand est allé se rétrécissant de jour en jour et la plupart des affaires de spéculation et de placement ont émigré à l'étranger.

On parle d'une réforme prochaine, réclamée à grands cris par l'union des banques et banquiers allemands ; il serait à souhaiter, étant donnée la solidarité des différents marchés, qu'on ne se bornât pas à une réforme de détail, qu'on fît une réforme vraiment sérieuse.

Bien que le marché à prime soit interdit en Allemagne depuis la loi de 1896, on l'y pratique cependant encore, non plus sous sa forme de contrat positif et principal, mais sous sa forme primitive de contrat négatif et accessoire ; c'est un trafic courant avec arrhes.

Avant la loi de 1896, le marché à prime avait été, à maintes reprises, l'objet de nombreuses et violentes attaques.

« Simples ballons d'essai pour les personnes inexpérimentées » (1), les marchés à prime « portent tous les signes caractéristiques de purs marchés différentiels » (2). « Qui n'a point le courage d'acheter fixe des actions, aura toujours assez de courage pour les prendre à prime. » (3) D'ailleurs ces marchés ne sont-ils pas superflus. » (4)

Aussi, dans la doctrine, s'est-il trouvé nombre de partisans de la nullité de ces marchés. Quant à la plupart de ceux qui les tenaient pour valables, ils avaient une tendance à ne reconnaître que les seuls marchés pour recevoir, déclarant illégaux, les stellages, facultés et marchés pour livrer.

Les marchés à terme étant reconnus légaux avant 1896, il en doit être de même des marchés à prime. Quant à la distinction établie entre les différentes catégories de marchés à prime, elle est insou-

---

1. *Material Sten Ber*, p. 2264.
2. *Reformarkeit an Boersenauswüchsen*, p. 21.
3. *Material Sten Ber*, p. 1802.
4. *Eod. loc.*, p. 1801.

tenable. Reconnaître la validité du marché à prime pour recevoir, c'est reconnaître la validité de tout marché à prime. Quiconque veut faire un marché à prime pour livrer n'a qu'à acheter à prime et combiner une vente ferme pour arriver au même résultat : s'agit-il d'un stellage, il suffit de combiner une prime avec moitié ferme.

Une défense de telle ou telle opération à prime ne peut se comprendre et ne peut être utile que de la part d'une institution comme une caisse de liquidation. Ainsi, à Hambourg, pour les facultés et les stellages, la caisse de liquidation refuse depuis 1889 d'enregistrer de telles opérations.

On pratique couramment en Allemagne trois sortes d'opérations à prime ou, suivant l'expression des Bourses allemandes de *prœmiengeschœfte*, c'est-à-dire d'options : 1° Option par laquelle le vendeur a droit, contre l'abandon d'une somme convenue, de ne pas livrer les titres vendus et de résilier l'opération de vente (*vorprœmie-Lieferungsprœmie*). C'est l'opération avec primes pour livrer ; 2° option par laquelle l'acheteur a le droit, contre l'abandon d'une somme convenue, de ne pas lever les titres achetés et de résilier l'opération d'achat (*Rückprœmie*, *Empfangsprœmie*). C'est l'opération avec primes pour recevoir 3° Option double, par laquelle pour une même valeur on se porte acheteur ou vendeur à des cours différents, mais avec la réserve que soit en hausse, soit en baisse, on pourra résilier

l'opération contre l'abandon de la prime (*stellgeschaft*) C'est le stellage.

On connaît encore en Allemagne des opérations avec *encore* ou mieux avec *facultés (Nochgeschœfte ou Geschœfte mit noch)*. Dans ces dernières opérations, on a le droit d'acheter ou de vendre au même prix, une, deux, trois... fois plus de titres ou de marchandises. L'opération inverse de celle-ci, c'est-à-dire celle où l'on a le droit de se retirer pour partie (moitié, trois quarts, etc.) se nomme *schuss and fest und offen* (contrat ferme et libre).

Le vendeur peut acquérir, en payant une prime, le droit de lever des titres à une période antérieure à celle qui est en principe fixée (Kauf mit Ankündigung fixe und tœglich, achat avec annonce à date fixe et tous les jours) ; l'acheteur celui d'avancer l'époque de la livraison (Kauf auf fixe und tœgliche Lieferung, achat à livraison à terme et tous les jours).

On ne considère pas toujours ce dernier genre d'opérations comme de véritables marchés à prime, à tort selon nous.

Portugal. — La réglementation actuellement en vigueur, en ce qui concerne les opérations de Bourse, résulte des règlements des 10 octobre et 21 décembre 1901. Le contrôle des Bourses appartient au gouvernement ; l'administration en est confiée aux Chambres de commerce.

En ce qui touche les marchés à terme, le Code de commerce de 1888 a consacré législativement une solution radicale dans le sens de la prohibition des

marchés dits différentiels. Il va plus loin que le système allemand, puisqu'il n'admet jamais le règlement par différences dans les opérations sur fonds publics, quelle qu'ait été l'intention des parties (1).

Etats-Unis. — Les origines du Stock-Exchange de New-York sont assez obscures.

La guerre de 1812 entre les Etats-Unis et l'Angleterre provoqua une immense spéculation. Vers 1817, un certain nombre de courtiers constituèrent entre eux une association qui prit le nom de « New-York Stock and Exchange Board ». En 1820 on fixa des taux de courtage, et dès 1827 la Bourse de New-York s'installa dans le local où elle est encore actuellement (2).

L'organisation de cette Bourse se rapproche de celle de la Bourse de Londres. Il n'y a point ici de *broker* et *jobber ;* il n'y a qu'une simple association d'intéressés qui n'est soumise à aucun règlement extérieur et ne jouit d'aucun monopole légal.

Les intermédiaires ordinaires sont les brokers, mais il existe aussi des cuibstone-brokers (coulissiers), opérant hors de la Bourse. Comme les agents de change n'ont pas de monopole, cette seconde bourse fontionne régulièrement. Les agents de change amé-

---

1. Voir ministère des Finances, *Bourses de valeurs*, p. 507-508.

2. V. Supplément à la *Cote de la Bourse et de la Banque* des 21 mars et 18 avril 1903. Etude de M. Raffalovich sur le Stock Exchange de New-York et J.-C. Courcelle Seneuil, *Traité des opérations de Banque*, p. 665-666.

ricains ne sont que de simples négociants, sans plus de droits ni d'obligations que d'autres. Suivant un usage adopté, ils réclament du client une couverture appelée *margin*.

Les opérations se font verbalement. Toute opération sans spécification de chiffre est censée porter sur 100 actions. Toute offre acceptée rend le marché obligatoire. Toute contestation est jugée par les membres du comité qui préside le marché à tour de rôle ; appel de la décision est portée devant le conseil de la Bourse.

Les Etats-Unis n'admettent comme valables que les marchés à terme *sérieux*, c'est-à-dire ceux qui impliquent une intention réciproque des parties de livrer l'objet apparent et d'en payer le prix. Une décision de la Cour suprême de 1884 a fixé en ce sens le *common law* applicable en l'absence des décisions contraires des législations particulières.

A New-York, les affaires de Bourse se font au comptant ; le courtier reporte de jour en jour à condition que le client le couvre journellement de la différence. C'est un procédé peu digne d'une grande place où les affaires en valeurs sont considérables et il serait à désirer que le législateur intervienne pour valider franchement les marchés à terme.

Section IV

De la jurisprudence concernant l'exécution des marchés à terme traités à l'étranger.

Après cette rapide esquisse des législations étrangères relatives à notre matière, il nous reste avant de terminer cette étude à dire un mot de la jurisprudence en ce qui concerne l'exécution des marchés à terme traités à l'étranger.

Les principes identiques pour tous les marchés à terme passés à l'étranger sont les suivants :

Ces marchés sont valables lorsqu'ils ont été exécutés conformément aux règlements et usages en vigueur sur la place où ils ont été traités.

Ainsi en a décidé notamment le tribunal civil de la Seine, dans un jugement en date du 15 janvier 1897 :

« Attendu que les demandeurs étaient en droit, conformément aux règlements du Stock Exchange applicables à tous les brokers sans exception, de reporter et d'exécuter le client qui n'avait pas réglé ses différences au jour de la liquidation, sans qu'il fût nécessaire d'adresser au client une mise en demeure préalable ;

Que Fischof achetant les valeurs en Bourse de Londres se soumettait, par là même, aux lois et aux usages qui sont en vigueur sur cette place...

Que sa résistance est donc injustifiée... » (1).

D'autre part, le débiteur poursuivi en France par un intermédiaire étranger a le droit de demander la justification des opérations faites pour lui et d'exiger la preuve de leur régularité ; toutefois, d'après les termes du jugement précité, il perdrait ce droit, s'il avait payé des différences au sujet d'opérations faites par lui.

Supposons par exemple qu'une difficulté surgisse entre un donneur d'ordres français et un broker anglais (le broker est, nous l'avons dit, le seul personnage en relation avec la clientèle, à la Bourse de Londres ; c'est à lui seul que les ordres sont donnés), au sujet de la justification à faire de la réalité des opérations traitées. D'après notre jurisprudence, le broker doit fournir, à l'appui de ses prétentions les lettres de sa contre-partie. Ces lettres doivent être mentionnées dans les livres du broker ; un *chartered accountant*, expert comptable assermenté doit certifier conforme les extraits qui sont délivrés, extraits qui doivent contenir la nature de l'opération, le nom du donneur d'ordres, et la date à laquelle a été conclu le marché ; la déclaration du *chartered accountant* fait preuve, d'après la loi anglaise.

C'est cette justification que nos tribunaux déclarent le donneur d'ordres en droit d'exiger de son intermédiaire anglais.

---

1. *Revue de la Jurisprudence financière*, 10 février 1897.

« Attendu, dit un jugement du tribunal de la Seine, en date du 12 août 1897, que Hilburn, broker à Londres, demande à Gouy d'Arsy le paiement de...

« Qu'il verse aux débats, un certificat rédigé par un comptable assermenté de Londres...

« Mais, attendu qu'aux termes de ce certificat, le comptable qui l'a délivré se borne à déclarer que les contrats ou bordereaux adressés par Hilburn à de Gouy d'Arsy, sont conformes aux mentions portées sur ses livres ; qu'il est muet sur la question de savoir si les opérations formant l'objet de ces conventions ont été réellement et régulièrement effectuées suivant les règles usitées au Stock-Exchange ; que ce certificat, tel qu'il est conçu, n'a donc pas, aux yeux du tribunal, au point de vue de la réalité et de la régularité des opérations litigieuses un caractère probant ;

« Que décider le contraire dans ces conditions serait donner aux livres de commerce des brokers un caractère authentique qui permettrait à ces derniers de se créer un titre à eux-mêmes ; qu'il ne peut en être ainsi en Angleterre pas plus qu'en France ;

« Qu'en l'état, Hilburn ne justifiant pas d'autre façon, tout au moins quant à présent, de l'exécution du mandat que de Gouy d'Arsy lui a confié de faire des opérations de Bourse pour son compte, doit être, quant à présent, déclaré mal fondé dans sa demande... »

Il nous reste à examiner l'hypothèse de l'exception de jeu dans les marchés à terme traités à l'étranger.

On sait que chez nous, depuis la loi du 28 mars 1885, l'exception de jeu ne peut plus être admise en matière de marchés à terme, mais il n'en est pas de même dans tous les autres pays.

Il convient donc d'envisager la question sous les quatre faces qui peuvent se présenter :

1° L'exception de jeu est admise à la fois par la loi du pays où le marché a été traité et par la loi du pays où l'action est exercée ;

2° Elle n'est admise par aucune de ces lois ;

3° Rejetée par la loi du pays où le marché a été traité, elle est admise par la loi du pays où l'action est exercée ;

4° Admise par la loi du pays où le marché a été traité, elle est rejetée par la loi du pays où l'action est exercée.

Pas de difficulté possible dans les deux premiers cas.

Mais, prenons le troisième et supposons l'article 1965 du Code civil encore en vigueur.

Un Français a traité un marché à terme devant se résoudre simplement par le paiement de différences dans un pays qui n'admet pas l'exception de jeu. Il ne paie pas ses différences et l'intermédiaire étranger le poursuit devant le tribunal français. L'exception de jeu est soulevée par le défenseur ; le tribunal saisi doit-il l'admettre ?

La jurisprudence n'a jamais eu encore, à notre connaissance, à se prononcer sur la question. Il nous semble cependant, étant donné qu'il y a là une

question d'ordre public, que l'exception de jeu doit être admise.

L'article 1965 du Code civil (c'est dans cette hypothèse que nous sommes placés) déclarant illicites, de manière indirecte, tout au moins, les marchés à terme se résolvant par de simples différences, comment admettre que nos tribunaux puissent déclarer légaux ces mêmes marchés, par ce seul fait qu'ils auraient été conclus à l'étranger ?

Envisageons maintenant la quatrième hypothèse. Il suffit pour cela de nous placer sous le régime de la loi de 1885, aux termes de laquelle l'exception de jeu n'est plus admise.

Le débiteur français est poursuivi en France par l'intermédiaire étranger. Nos tribunaux vont-ils admettre l'exception du jeu.

Il nous paraît, qu'ici encore, il faudra opter pour l'affirmative.

En effet, si l'opération avait été traitée entre l'intermédiaire étranger dont s'agit et un de ses compatriotes, et si le procès était porté devant les tribunaux de leur pays, le marché serait considéré comme nul. — Si même le Français débiteur était poursuivi devant le tribunal étranger, la nullité de l'opération serait admise si elle était opposée. Le tribunal français étant saisi au lieu du tribunal étranger, on ne voit pas les raisons qui pourraient faire refuser au Français débiteur le bénéfice d'une exception qu'il ferait victorieusement valoir devant ce tribunal étranger.

Quand la loi d'un pays admet l'exception de jeu, c'est qu'elle considère le jeu comme illicite, or, un marché qui ne constitue qu'un jeu, étant illicite est nul ; un marché nul ne saurait donner naissance à une action pas plus devant les tribunaux d'un pays où le même marché est reconnu licite, que devant ceux d'un pays où il est déclaré nul.

Donc nos tribunaux devront à notre avis dans la troisième et la quatrième hypothèses, admettre l'exception de jeu.

Une solution identique devrait être adoptée, dans le cas où nos tribunaux auraient à juger la question non plus entre un Français et un étranger, mais entre deux étrangers, originaires ou non du pays dans lequel le marché à terme aurait été conclu.

CONCLUSION

De l'étude qui précède, nous pouvons conclure que les marchés à prime en matière de valeurs, reconnus légaux en France et dans la plupart des pays de l'Europe, ont une utilité indiscutable et apportent à la spéculation honnête les plus sérieux avantages.

Tout comme les marchés ferme dont ils ne sont en définitive qu'un correctif, ils forment une partie intégrante de l'organisation économique du pays. Grâce à leur extraordinaire variété et à l'étendue des transactions dont ils sont l'objet, ils sont devenus une nécessité de crédit public et par leur élargissement de plus en plus considérable, ils aident au classement successif des titres d'épargne et à la fixation sincère du prix des valeurs.

Dans une foule de circonstances, ils permettent des opérations de couverture, qui, sans eux, auraient tôt fait de se changer en opérations aléatoires. Petits rentiers, capitalistes, spéculateurs en peuvent user journellement et tous finissent par y trouver leur avantage, suivant les ressources qu'ils ont engagées.

Tel qui veut simplement limiter sa perte fait une

opération à prime isolée ; tel autre, désireux de s'assurer contre une hausse excessive fait une opération prime contre ferme ; celui qui veut amortir sa perte éventuelle, use de la combinaison ferme contre prime ; quant à celui qui entend limiter à la fois la perte et le gain possibles, il donne des préférences à la forme prime contre prime. Et ce ne sont là que des combinaisons usuelles qui sont à la portée du *vulgum pecus*. Mais le vrai spéculateur a toute latitude et tous moyens pour agencer entre elles à des cours et pour des quotités différentes ces opérations relativement simples et en extraire une foule d'autres plus ou moins compliquées suivant les cas et qui, pouvant varier à l'infini, lui permettent de rester jusqu'au bout maître de sa situation, sans jamais s'être trouvé en état d'être mené par elle.

Pour diriger ses opérations pendant le mois ou la quinzaine, le spéculateur s'abrite derrière la prime comme derrière un véritable rempart.

En abandonnant la prime, l'acheteur conditionnel peut éviter de grosses pertes ; en bénéficiant de l'écart, le vendeur ou receveur de prime augmente ou est susceptible d'augmenter son capital et devient ainsi un véritable assureur qui détermine sa prime en raison de l'étendue de ses risques.

La prime limite donc à la fois la perte et le gain, avec cette différence toutefois que celui qui perd connaît par avance le chiffre exact de la perte à subir, tandis que celui qui doit réaliser un gain, tout en con-

naissant aussi préalablement la limite maxima de ce gain, peut fort bien, au jour de la liquidation, le voir disparaître ou se changer en perte, suivant les fluctuations du marché.

Pour le premier, la prime est une mesure de prudence et si elle présente pour le second l'aléa auquel s'expose tout assureur, cet aléa pourra être singulièrement atténué par la répartition du risque sur un ensemble d'opérations.

On s'est souvent demandé s'il ne conviendrait point, à l'exemple de certaines législations étrangères d'apporter quelques modifications au marché à prime sur valeurs tel qu'il existe actuellement chez nous.

Ne serait-il pas possible, par exemple, de reculer l'époque de la liquidation de ce marché (actuellement fixée à un maximum de deux mois pour les valeurs du parquet) et de décider que, comme en Angleterre, les primes seront achetées ou vendues pour une durée de plusieurs mois ?

Sans doute ce délai de deux mois peut paraître bien modeste au spéculateur qui soutiendra, non sans raison d'ailleurs, qu'un mouvement de Bourse ne peut souvent que se dessiner dans cet intervalle ; il faut toutefois reconnaître que cette limitation est une garantie pour la bonne tenue du marché et qu'elle est nécessaire si l'on veut éviter les catastrophes qui ne manqueraient pas de se produire au jour de l'échéance si ce jour était reporté à une date indéterminée. Dailleurs, pour les vendeurs de prime qui ne spéculent pas, c'est-à-dire pour ceux qui ne voient dans la

prime qu'un moyen d'accroître leurs revenus (et ils sont légion), le délai dont s'agit est très suffisant ; il leur permet de faire, dans un laps de temps relativement court, une série d'opérations nouvelles dont ils retireront généralement un meilleur résultat ; il leur sera effectivement plus facile de prévoir les fluctuations qui peuvent se produire dans un intervalle de deux mois que celles qui pourraient survenir au cours d'une longue période.

La question se pose encore de savoir si, à l'instar du Stock-Exchange, il ne serait point préférable d'avoir chez nous, sur chaque valeur, une seule prime fixée pour la même échéance, au lieu d'avoir pour une même liquidation, des primes variant de cours et de prix.

Nous ne le pensons pas, car outre que le système actuel semble avoir pénétré dans nos mœurs, il est incontestablement plus avantageux, pour les spéculateurs, que celui en usage à la Bourse de Londres, par suite de la possibilité où chacun se trouve de faire des achats à des prix différents.

Du reste, la nature des primes, à la Bourse de Londres, tient essentiellement à la façon dont se fait le marché. Pour être membre du Stock-Exchange, il faut payer une cotisation. C'est dire que la Bourse n'est pas, comme chez nous, ouverte à tout venant. Les cours, cotés par les *jobbers*, suivant les demandes ou les offres faites par les *brokers*, sont doubles : Cours demandés et cours offerts ; on comprend dès lors que la prime soit basée sur l'écart seul, écart qui

variera avec l'offre et la demande et en raison de la durée de la prime, le *prix n'intervenant en aucune façon.*

Chez nous, au contraire, la prime se compose de deux facteurs : l'écart et le prix. Pour un même prix, l'écart se tend ou se détend suivant que la prime est demandée ou offerte et suivant la date plus ou moins rapprochée de l'échéance.

Certains ont enfin reproché à notre marché à prime de ne rendre des services qu'à « la hausse » ; ils voudraient voir adopter en Bourse des primes à la baisse analogues aux *put* de Londres ou aux *ou* de Bruxelles.

Il y a peut être là un oubli volontaire que la défaveur du découvert, sans base rationnelle d'ailleurs, serait très suffisante à expliquer, les divers gouvernements ayant une tendance générale à voir un ennemi dans tout « baissier ». Quoi qu'il en soit, la question est sans grand intérêt pratique puisqu'on peut remédier à cette lacune par diverses combinaisons et notamment par une vente ferme contre prime.

Nous estimons donc, quant à nous, en l'état actuel des choses, qu'aucune modification sérieuse n'est à apporter au régime en vigueur des marchés à prime sur valeur.

Il nous faut cependant regretter que ces marchés, dont l'utilité ne nous paraît pas contestable, ne soient connus que d'une élite, par suite de l'ignorance de la masse, d'autant que, pour se livrer à ces opérations,

la présence à la Bourse n'est pas, comme dans les marchés ferme, chose indispensable. A quelque distance que se trouve le spéculateur, il a toutes facilités pour surveiller son échelle et l'orienter à sa guise et faire sans l'intervention constante d'un intermédiaire, ce que d'aucuns ont dénommé « une œuvre de timoré », ce que nous appellerons plus justement une œuvre de prévoyant.

Nettement partisan de la liberté des transactions financières, nous pensons qu'il y aurait danger à enlever par une réglementation trop étroite son élasticité et sa souplesse à ce mécanisme précieux, et que des mesures prohibitives n'auraient d'autre résultat que d'éloigner des affaires une foule d'honnêtes gens.

L'expérience a d'ailleurs établi qu'il n'est pas d'institution économique à l'égard de laquelle l'intervention de l'autorité soit plus inefficace qu'à l'égard de la Bourse. Au reste, nul n'ignore que quelles que soient les rigueurs de la loi, un malhonnête homme trouve toujours le moyen d'esquiver ou de côtoyer le Code.

« Il est malheureux que la majorité de l'opinion publique ne connaisse la Bourse que par ses mauvais côtés, par ses accès de spéculation outrée et qu'elle ignore l'immense activité silencieuse et utile qui s'y exerce journellement. Nulle part ailleurs la parole donnée n'est aussi respectée, les engagements pris ne sont aussi scrupuleusement tenus, surtout dans les pays où le législateur ne pousse pas le spé-

culateur malheureux à se dérober au paiement de sa dette. C'est l'impression que retire tout observateur impartial et de sang-froid qui trouverait absurde qu'on entravât la fondation et le fonctionnement de sociétés par actions, sous prétexte qu'il y a des créations frauduleuses des distributions, de dividendes fictifs (1). »

---

1. Roffalovich. *Economiste Français* 1903, t. II, p. 902.

Vu :
E. BAILLY

Vu : le Doyen de la Faculté de Droit
de l'Université de Dijon
E. BAILLY

Vu et permis d'imprimer
Dijon le 4 Novembre 1907
Le Recteur de l'Académie
E. BOIRAC

BIBLIOGRAPHIE
DES OUVRAGES CITÉS OU CONSULTÉS

Allix. — Les reports dans les Bourses de valeurs, 1900.

Badon (Pascal). — Les Marchés à terme, 1877 et 1895.

Bernard (Samuel). — Traité général de Commerce. Amsterdam, 1798.

Bernstein. — Socialisme théorique et socialdémocratie pratique, 1903.

Berthélemy. — Annales du Droit commercial, 1886-1887.

Boudon. — La Bourse anglaise, 1898.

— La Bourse et ses hôtes, 1896.

Boudry. — La loi du 28 mars 1885. Lille, 1899.

Bozerian. — La Bourse, 1859 (2 vol.).

— Dictionnaire universel de la Bourse, de la Banque et des Assurances, 2 vol., 1887.

Buchère. — Traité des opérations de Bourse, 1892.

— Annales de Droit commercial, 1896.

Canon. — Manuel des opérations de Bourse, 1903.

Collon. — Légalité des marchés à terme d'après la loi de 1885. Paris, 1897.

Colson. — Cours d'Economie politique, 3 vol., 1901-1903.

Congrès international des Valeurs mobilières, 1900, 4 vol.

Courcelle-Seneuil (J.-G.). — Les opérations de Banque, 9e édit., 1905.

Cournot. — Principes de la théorie des richesses, 1863.

Courtois. — Traité des opérations de banque, 1855.

Deloison. — Traité des valeurs mobilières, 1883.

— Journal de Droit international privé, 1896 (V. Densa).

Frémery. — Traité des Opérations de Bourse.

Forbonnais (de). — Recherches et considérations sur les finances de la France, 1758.

Guillouard. — Opérations de Bourse, 1877.

Guillemot Saint-Vinebault. — La spéculation financière, sa fonction économique, 1906.

Guyot (Yves) et Raffalovich. — Dictionnaire du Commerce, de l'Industrie et de la Banque.

Leroy-Beaulieu (P.). — Traité d'économie politique, 1900.

— Economiste français, 1903.

Langlard (de). — La Bourse et ses opérations, 1900.

Levy (R.-G.). — Mélanges financiers.

Léveillé. — Le Régime de la Bourse et la légalité des opérarations à terme, 1868.

Lyon-Caen et Renault. — Droit commercial, 1898-1903.

Lallier. — Les opérations de Bourse. Lille, 1895.

Merlin. — Questions de droit.

Mettétal. — Jeux de Bourse.

Moser. — Le petit échellier, 1901.

Milles (Robert). — Grammaire de la Bourse, 1905.

Ministère des Finances. Bourses de valeurs.

Mollot. — Bourses de Commerce.

Neymark. — Ce qu'on appelle la féodalité financière, 1902.

Ponts. — Petits contrats.

Proudhon. — Manuel du spéculateur à la Bourse, 1876.

Revue de la jurisprudence financière.

Sayous, — Les Bourses allemandes de valeurs et de commerce, 1898.

Thaller. — Droit commercial, 1904.

Troplong. — Contrats aléatoires.

Worms. — Sociétés par actions et opérations de Bourse, 1868.

TABLE DES MATIÈRES

INTRODUCTION. — *La spéculation financière et les Marchés de Bourse en général* 5

CHAPITRE I. — *Les Marchés à prime au point de vue théorique* 27

1° Nature juridique de la prime 29

2° Mécanisme du marché à prime 32

3° Lois économiques qui règlent le marché à prime. 35

4° Courtages et impôts 38

5° Forme suivant laquelle se concluent les marchés à prime 39

6° Liquidation du marché à prime 40

7° Prime pour recevoir 46

8° Prime pour le lendemain 47

9° Primes portables ou reportables; théorie du report 49

Caractères juridiques du report 56

CHAPITRE II. — *Les Marchés à prime au point de vue pratique : Leur Mécanisme, les diverses combinaisons auxquelles ils donnent lieu* 62

Section I. — Mécanisme des marchés à prime 65

A. — Achats à prime 65

B. — Ventes à prime 70

Section II. — Combinaisons auxquelles donnent lieu les opérations à prime 77

Section III. — L'échelle de primes et la manière de la défendre 90

Section IV. — Le stellage 104

CHAPITRE III. — *Les Marchés à prime au point de vue juridique* 109

Section I. — *Marché à prime illégal par son caractère de marché à terme* 109

§ I. — *Nullité ou validité du marché à prime avant la loi de 1885* 110

1° Législation spéciale 112

2° Législation générale : Droit civil 121

— Droit Commercial... 124

— Droit Pénal 129

§ 2. — De la jurisprudence antérieure à la loi de 1885 132
§ 3. — La loi de 1885 et la validité du marché à prime 146
De la portée de la loi nouvelle en ce qui concerne l'exception de jeu 151
§ 4. — De la jurisprudence postérieure à la loi de 1885 154
Du droit d'escompte et du report sous la législation actuelle 173
Section II. — Marché à prime illégal à raison de la manière dont sont reçus les engagements ... 176
Section III. — Marché à prime illégal à raison de la faculté laissée à l'acheteur d'exécuter le marche ou d'y renoncer 176
CHAPITRE IV. — *Droit Comparé* 181
Section I — Législations analogues à la législation française 182
Angleterre 182
Autriche 189
Italie 192
Belgique 193
Pays-Bas 198
Suisse 199
Turquie 200
République Argentine 201
Japon 201
Section II. — Législations se rapprochant de la législation française 201
Russsie 201
Espagne 202
Section III. — Législations hostiles aux marchés à prime : 203
Allemagne 203
Portugal 212
Etats-Unis 213
Section IV. — De la jurisprudence 212
Conclusion 221
Bibliographie 228

Imp. BONVALOT-JOUVE, 15, rue Racine, Paris.